

De sentrale endringene EUs direktiv 2004/39/EC om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) har medført for finansinstitusjoner, kunder og samfunnet.



Universitetet i Oslo
Det juridiske fakultet

Kandidatnummer:
514

Leveringsfrist:
26.04.2011

Til sammen 14825 ord

Innholdsfortegnelse

I	<u>FORORD</u>	<u>1</u>
II	<u>INTRODUKSJON</u>	<u>2</u>
III	<u>OPPGAVENS PROBLEMSTILLING OG RETTSLIG TEMA</u>	<u>3</u>
IIII	<u>HISTORIE</u>	<u>4</u>
1	<u>GJELDENDE RETT</u>	<u>1</u>
1.1	Investeringsrådgivning	1
1.2	Opplysningsplikten	3
1.3	Investorvern og opplysningsplikten	5
1.4	God foretningskikk	6
1.5	Interessekonflikter	7
1.6	Beste resultat ved utførelse av ordre	8
1.6.1	Organisering av verdipapirforetaket virksomhet	9
2	<u>GJELDENDE RETT OG SAMMENLIGNING</u>	<u>10</u>
2.1	Ny lovgivning sammenlignet med eldre	10
2.1.1	Omfanget av MiFID	21
2.1.2	Implementeringen i norsk rett	16
2.1.3	Bransjepraksis	19
2.1.4	Direktivets innvirkning på gjeldende rett	20
3	<u>BETYDNINGEN AV MIFID-DIREKTIVET FOR FINANSINSTITUSJONER, KUNDENE OG SAMFUNNET</u>	<u>22</u>

3.1	Hvilke endringer har MiFID ført til?	22
3.1.1	Viktige endringer for finansinstitusjonene	22
3.1.2	Finansinstitusjoner	24
3.1.2.1	Egenhetstest	25
3.1.2.2	Hensiktsmessighetstest	25
3.1.2.3	Informasjonsplikt	26
3.2	Kundene	27
3.2.1	Innvirkning på verdipapirforetakets kunder:	27
3.2.2	Kundeklassifisering:	28
3.2.3	Strukturerte produkter:	29
3.3	Samfunnet	32
3.3.1	Internasjonaliseringen	32
3.3.2	Økonomisk belastning for Norge	33
3.3.2.1	Økonomiske og administrative konsekvenser for det offentlige	33
3.3.2.2	Økonomiske og administrative konsekvenser for private aktører	34
4	<u>ENDRINGENE NORSKE FORETAK HAR FORETATT.</u>	34
4.1	Nordea's gjennomføring av MiFID	34
4.1.1	Oppklaring av felles regler for egnethetstest og hensiktsmessighetstesten	36
5	<u>ANALYSE</u>	39
5.1	Foreligger de tilsiktede virkningene av MiFID?	39
5.1.1	Tidskrevende	43
5.1.2	Finanstilsynet	43
5.1.3	”Langsom død”	44
5.2	Effektene resonnert ut i fra Finansklagenemndas saker før og etter MiFID:	45
5.2.1	Finansklagenemndas resultat før og etter MiFID	45
5.2.2	Konklusjon	46
5.3	Finansintitusjonenes situasjon etter gjeldende rett (verdipapirhandelloven 2007 og MiFID-direktivet)	47
6	<u>HVORDAN BEST MULIG Å UNNGÅ ULEMPENE VED MIFID</u>	49

6.1	Elektronisk rådgivning:	49
6.1.1	Er det etter gjeldende rett lov å utføre elektronisk rådgivning?	50
	<u>LITTERATURLISTE</u>	<u>53</u>

I. Forord

Det har vært meget interessant og lærerikt å jobbe med denne masteravhandlingen, det har til tider vært noe vanskelig å innhente relevant stoff fordi det er ganske nytt tema og lite litteratur er skrevet. Da prosessen nå er avsluttet er det mange som fortjener en takk. Først vil jeg takke min veileder, som har vært positiv og inspirerende. Jeg vil også takke alle som har stilt opp i Nordea Privat Banking til gjennomføringen av denne oppgaven, blant dem Rune Sagbråten. Investeringsrådgiverne som har bidratt til å dele erfaringer og kunnskap både fra Nordea og Acta Kapitalforvaltning. Videre en takk til juristene i Privat Banking avdelingen som har vært åpne for spørsmål og bidratt til en trivelig hverdag for meg. En stor takk til min aller nærmeste familie, forlover og venner for all støtten underveis. Det setter jeg stor pris på. Til slutt en helt spesiell takk til mamma, som tapte kampen mot kreft. Det har vært tidvis godt og tidvis helt umulig å engasjere seg i studiene etterpå, men jeg vet hva du ville ønsket. Du har vært en stor inspirasjon og lært meg motgangsviljen jeg har. Det er din fortjeneste at jeg i dag er på dette stadiet av livet, og mer enn noe annet skulle jeg ønsket at jeg kunne feire avslutningen sammen med deg.

Oslo april 2011

II Introduksjon

Bakgrunn og motivasjon:

Finansrådgivningsbransjen kritiseres for å råde privatpersoner til å investere sparepengene sine i produkter som ikke egnet for den enkelte, og ikke overholde kravene til investorbeskyttelse som følger av endringene i regelverket for Norge. Dette påfører aktørene i bransjen erstatningskrav, tap av konsesjoner, negative mediedekning og et svekket omdømme. Tap av konsesjoner, sterk kritikk fra Kredittilsynet og mye negativ oppmerksomhet i media tyder på at bransjen ikke har ivaretatt kundenes interesse godt nok. I april 2008 fratok Finanstilsynet Glitnir Privatøkonomi konsesjonen til å yte investeringstjenester, med den begrunnelse at kundenes interesser og markedets integritet ikke hadde blitt ivaretatt på god nok måte¹. I januar 2009 påla Finansklagenemnda DnbNOR å erstatte tapene en kunde hadde blitt påført etter å ha kjøpt to lånefinansierte strukturerte spareprodukter². Finansiell rådgivning gis vanligvis i sammenheng med andre investeringstjenester, som ordreformidling og forvaltning. Det er gjerne inntektene disse tjenestene genererer som danner grunnlaget for inntjeningen til finansinstitusjonene og kunderådgivning. I følge Forbrukerrådet ligger det en intensjon om salg av investeringsprodukter bak begrepet rådgivning. Det har vært stilt spørsmålstegn ved hvorvidt slike kunderådgivere er finansrådgivere eller selgere, og om kundens interesser ivaretas i rådgivningssituasjoner som innebærer salg av investeringsprodukter. Tidligere har det vært nevnt at finansinstitusjonens interesse i innvesteringen har gått foran kundens interesse. Dette er et tema som har vært i utvikling de siste årene, og nå har det vært en del endringer i investorbeskyttelsen som er interessant å utrede nærmere om.

¹ Finanstilsynet (2009)

² DN.no (2009)

III Problemstilling og rettslig presentasjon av tema

Oppgavens rettslige problemstilling omhandler hvilke endringer EUs direktiv 2004/39/EC om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) har medført ved implementeringen i Norsk rett. Videre tar jeg for meg hvilke virkning det har hatt for finansinstitusjoner, kunder og samfunnet. I forbindelse med det foretar jeg en sammenligning av eldre og gjeldende rett. Avslutningsvis analyserer jeg om de tilsiktede virkningene av MiFID foreligger. Oppgaven skal ha et retts sosiologisk perspektiv for å se hvilke virkninger implementeringen av MiFID-direktivet har hatt for investeringsrådgivningen i finanssektorene.

Avgrensning

MiFID-direktivet regulerer både yterne av investeringstjenester og markedene for finansielle instrumenter ("*investment firms and regulated markets*"), jfr. MiFID art. 1 nr. 1. Oppgavens rettslige avgrensning skal være i mot lov om regulerte markeder (børsloven) som også er endret med følge av MiFID-direktivet. Oppgaven skal hovedsakelig ha fokus på endringene i verdipapirhandelloven som berører investeringsrådgivning i finansinstitusjonene. I avhandlingen skal presenteres det hva gjeldende rett er, sammenligning av eldre og nyere rett samt implementeringen for å gi en helhetlig forståelse. Jeg vil også underveis vise til kildebruken i oppgaven samt vise de dagligdagse problemstillingene rådgiverne møter i hverdagen. Avhandlingen er sammensatt av de positive og negative konsekvensene av MiFID, herunder egne funn etter arbeidet. Jeg har sett på klage antallet før og etter MiFID hos Finansklagenemnda og vært i samtale med hvordan finansrådgivere opplever direktivets innføring. Videre skriver jeg om hvilke tiltak institusjonene har foretatt for å gjennomføre MiFID-direktivet. I avhandlingens femte del skriver jeg en analyse av

forarbeidene og tilsyn som Finanstilsynet har foretatt. Dette gir en forståelse om hvorvidt de forutsette virkningene har inntrådt eller ikke. I den siste delen skriver jeg ut i fra erfaring av arbeidet om veien videre og gir forslag til videre utvikling. Investment Services Direktive (ISD) skal ikke behandles grundig selv om MiFID- direktivet er en utvidelse av ISD.

Historie

EUs direktiv 2004/39/EC om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) ble vedtatt av Europaparlamentet og Europarådet 21. april 2004. Hovedformålet med direktivet er å bidra til å utvikle og sikre de europeiske verdipapirmarkedenes effektivitet, integritet samt oversiktighet og fremme investorenes tillit til markedet, jfr. MiFIDs fortale pkt 2 og 5. Transaksjoner skal være like effektive når alle parter og infrastruktur er hjemmehørende i ulike medlemsstater, som når de er hjemmehørende i samme medlemsstat, jfr. Direktivets fortale pkt 1. Dette for å skape et reelt felles marked på verdipapirområdet ("single Markets"). Prinsipielt sett er ikke dette noe nytt, men en videreføring av Investment Services Direktive (ISD)³, som omhandlet investeringstjenester på verdipapirområdet. Større deler av verdipapirforetakenes virksomhet kreves etter MiFID underlagt nasjonal regulering for å beskytte kunder og markedets virkemåte. Det stilles krav om konsesjonsplikt for flere investororienterte tjenester, herunder investeringsrådgivning. Videre innebærer MiFID en utvidelse i forhold til ISD, ved at varederivativer omfattes. MiFID legges således opp til et gjennomgående sterkere vern enn ISD.

³ Investment Services Directive 92/22/EEC

MiFID regulerer både yterne av investeringstjenester og markedene for finansielle instrumenter ("*investment firms and regulated markets*"), jfr. MiFID art. 1 nr. 1

Fram til 2007 var det mulig å drive finansiell rådgivning konsesjonsfritt. Innføringen av MiFID i Norge innebar en innskjerping av regelverket og konsesjonsplikt for foretak som yter investeringsrådgivning.

De som har blitt påvirket av MiFID er samtlige banker og selskaper med konsesjon til verdipapirhandel i hele EU/EØS området, det vil si 30 land i Europa og deres verdipapirkunder.

Målet med direktivet er å nå et regelsett som bygger på prinsippene om høyere investorbeskyttelse, mer gjennomsiktighet og felles spille regler på tvers av landegrensene. Direktivet medfører også økt forretningsmulighet og filialetablering. Dette betyr at investorene vil nyte den samme beskyttelsen enten de velger å bruke norske verdipapirforetak eller om de ønsker å bruke et utenlandsk verdipapirforetak. Nivået på beskyttelsen vil være den samme.

MiFID har som formål om å virke harmoniserende for investeringsrådgivningen på tvers av landegrensene ved å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, jfr. lovens formål § 1-1.

Direktivet ble gjennomført i norsk rett i to nye lover; børs - og verdipapirhandel loven som trådte i kraft 1. november 2007⁴.

MiFID regulerer virksomheten til markedsplassene for omsetning av verdipapirer og finansielle instrumenter. Det overordnede formålet med

⁴ TFF 2008-3, Gjennomføring av MiFID i norsk rett.

MiFID er å skape et mer harmonisert verdipapirmarked i Europa, slik at bedrifter og næringsliv skal kunne benytte hele det europeiske finansmarkedet ved innhenting av kapital.

Utfyllende regler til MiFID er kommisjonsdirektiver 2004/39/EF, heretter kalt "Gjennomføringsdirektivet" som jeg vil henwise til videre i avhandlingen, samt kommisjonsforordning nr. 1287 2006.

"Gjennomføringsforordningen" gir utfyllende bestemmelser til flere artiklene i MiFID. Her gis det blant annet detaljerte regler knyttet til følgende områder: Definisjoner, organisatoriske krav, interessekonflikter, forretningsvilkår, beste resultat ved utførelse av ordre, håndtering av kundeordre og kvalifiserte motparter.

Anvendelsesområde⁵

Direktivet utvider listen over finansielle instrumenter og inkluderer blant annet også kontantavregnete råvarebaserte derivater. Således blir disse markedene også underlagt direktivet. Listen over de investeringstjenesteaktiviteter som krever godkjenning utvides til investeringsrådgivning. Aksessoriske tjenester vil også bli omfattet, så som finansiell analyse og forskning. Hensikten er å begrense interessekonfliktene når verdipapirhandelsforetak yter investeringsrådgivning.

Investeringsrådgivning kan gis etter konsesjon i alle EØS land. Den er nå en del av de "fire frihetene", begrepet er hentet fra EU-terminologien. Begrepet brukes som en fellesbetegnelse på EF-traktatens prinsipper om fri bevegelse av varer, tjenester, personer og kapital i EØS.

⁵ EuroRett nr 19 2002. Utgitt desember 2002. (EUR-2002-19-5)

Verdipapirforskriften

Finansdepartementet vedtok i juni 2007 en samleforskrift til verdipapirhandelloven for gjennomføring av kommisjonsdirektivet og kommisjonsforordningen, det eksisterende og nye forskrifter er samlet. Forskriften utdypet blant annet krav til investorbeskyttelse, og omhandler viktige krav som opplysningsplikt, kundekategorisering, egnethetstest og hensiktsmessighetstest, frarådighetsplikt. Videre omhandler den bestemmelser i forhold til rådgivers adgang til å ta i mot vederlag fra andre enn kunden og krav til informasjon og dokumentasjon.

Forarbeider, konkretiseringer og tolkningsuttalelser

Viktige forarbeider til verdipapirhandelloven er Odelstingsproposisjon nr. 34 (2006-2007) om verdipapirhandelloven og lov om regulerte markeder og NOU 2006:3 om markeder for finansielle markeder. Finanstilsynets kom senere med en tolkningsuttalelse om god forretningsskikk. Denne konkretiseringen utdyper plikten til og egnethetsvurderingen kunden, valg av investeringsalternativet, adgangen til å motta vederlag fra andre enn kunden og plikten til å gi opplysninger om kostnader. Det er også noen tidskrifter skrevet i favør og disfavør av MiFID-direktive.

1 Gjeldende rett

Investeringsrådgivningen har fått en ny betydning etter den nye verdipapirhandelloven og gjennomføringen av MiFID-direktivet. Jeg skal nå gjøre rede for kun de sentrale elementene i Finansiell rådgivning som har fått en ny dimensjon etter MiFID gjennomføringen i 2007. Deretter skriver jeg om de endringene det har ført til.

1.1 Investeringsrådgivning:

Investeringsrådgivningen defineres i vphl. 2-4 første ledd.

Bestemmelsen bygger på gjennomføringsdirektivet art 52, som angir en relativ snever definisjon om rådgivningen. Her heter det i første ledd at ”med investeringsrådgivningen menes personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle institusjoner”. Det er verdt å merke seg at konsesjonsplikten er knyttet til rådgivning ”om en eller flere transaksjoner” i ”bestemte finansielle instrumenter”.

Generelle råd om investeringsstrategier (for eksempel at vedkommende bør erverve aksjer i en nærmere angitt næring) anses derfor ikke som investeringsrådgivning. Videre må rådet være en ”personlig anbefaling til en kunde” som er ”presentert som egnet” eller ”basert på investor forhold”. Sist nevnte vurderingskriterier følger ikke uttrykkelig av lovens ordlyd, men må trolig innfortolkes i uttrykket ”personlig” slik at definisjonen kommer i samsvar med definisjonen i gjennomføringsdirektivet artikkel 52. Råd som ikke presenteres som egnet for vedkommende eller er basert på en vurdering av kundens

individuelle forhold, anses derfor ikke som investeringsrådgivning. Verdipapirforetak som gir slik generelle råd (som ikke anses som "investeringsrådgivning") må imidlertid oppfylle de generelle kravene til godforretningskikk.

I lovverket benyttes begrepet investeringsrådgivning om det vi i dagligtalen gjerne kaller finansiell rådgivning eller finansrådgivning. Verdipapirhandelloven definerer investeringsrådgivning på følgende måte:

"Med investeringsrådgivning menes det personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter"

Finansielle instrumenter er igjen definert som omsettelige verdipapirer, verdipapirforetaksandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater. Investeringsrådgivning foretas gjerne i sammenheng med andre investeringstjenester og tilknyttende tjenester som⁶:

1. Mottak og formidling av ordre på vegne av kunden i forbindelse med ett eller flere finansielle instrumenter.
2. Utførelse av orde på vegne av kunde
3. Aktiv forvaltning av investorers portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter fullmakt
4. Oppbevaring og forvaltning av finansielle instrumenter
5. Kredittgivning
6. Tjenester i tilknytning til valutavirksomhet når dette skjer i forbindelse med ytelse av investeringstjenester
7. Utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger, finansielle analyser og andre former for generelle anbefalinger vedrørende transaksjoner i finansielle instrumenter."

⁶ Utdrag av verdipapirhandelloven § 2-1.

Begrepene investeringsrådgiving, investeringstjenester og verdipapirforetak er såkalte legaldefinisjoner, definert i Verdipapirhandelloven. Til vanlig begreper benyttes gjerne begreper som finansiell rådgivning, finansrådgivning, finansielle tjenester og finansinstitusjoner.

Finansiell rådgivning innebærer med andre ord at finansintuisjoner kommer med anbefalinger til kunder, og at disse anbefalingene er knyttet til transaksjoner i forbindelse med finansielle instrumenter som for eksempel aksjer, obligasjoner og fond. Aktørene som er her aktuelle er Nordea, DnbNOR og Skagenfondene, som er eksempler på fondsforvaltningselskaper. Acta Kapitalforvaltning er eksempel på Kapitalforvaltningselskap.

1.2 Opplysningsplikten:

Opplysningsplikten er et viktig ledd i investeringsrådgivningen. Etter MiFID-direktivet har opplysningsplikten blitt bredere og mer detaljert enn tidligere. Opplysningsplikten er viktig og avgjørende for å gi fullstendig investorbeskyttelse.

Foretakets vederlag er regulert gjennom opplysningsplikt overfor kunden (og egnethetstesten). Omfattende opplysningsplikt om de totale kostnader EU-kommisjonen har og så lagt til grunn at godtgjørelse skal reguleres gjennom opplysningskrav, og ikke materielle krav sies det i EU Commision;

”Clients therefore need to be informed about the details of fees, commissions or mark-ups which the investment firms charge for

execution services. As long as those fees are properly disclosed prior to the provision of services as required by Article 29 of the implementing directive and reported to the clients in line with the obligations set out in Article 40 of the implementing directive, the investment firms are free to set their fees as they desire.”[EU Commission, Q&A on MiFID]

Finansielle instrumenter er en samlebetegnelse for omsettelige verdipapirer, som aksjer og obligasjoner samt verdipapirfond, valuta og derivater.

Foretak som yter finansiell rådgivning har en opplysningsplikt overfor kunder og potensielle kunder. Informasjonen skal gis på en alminnelig forståelig form, og skal sette kunden i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning. Det legges vekt på at kunden skal forstå arten av og risikoen forbundet med de tjenestene og finansielle instrumentene som tilbys. Verdipapirhandelloven § 10-11 andre ledd angir hvilken informasjon som i utgangspunktet skal gis til kunden. Det skal gis opplysninger om;

- Selve foretaket og de tjenester det yter
- Relevante finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier,

herunder risiko forbundet med disse

- Handelssystemer og markedsplassene som benyttes
- Omkostninger og gebyrer

I tillegg skal det sørges for at all informasjon kunden mottar, inkludert markedsføringsinformasjon, er korrekt, klar og ikke villedende.

Verdipapirforskriftens §§ 10-9 til 10-15 angir meget utfyllende hvilke opplysninger som skal gis til kunden forut av avtaleinngåelse, forut for ytelse av tjenester og i andre sammenhenger. I forskriften nevnes det også et femte område det skal gis opplysninger om:

- Oppbevaring av kunders finansielle instrumenter og midler.

Opplysningsplikten er spesielt omfattende, men det står sentralt at kunden skal forstå arten av og risikoen forbundet med produktet og

tjenester som tilbys, og omkostningene dette innebærer. For utfyllende informasjon om opplysningsplikten, se verdipapirhandelloven § 10-11 og verdipapirforskriften §§ 10-9 til 10-15.

1.3 Investorvern og opplysningsplikten:

Tidligere har jeg nevnt at investorvern og opplysningsplikt har en nær sammenkobling i dette avsnittet skal vi se nærmere på sammenhengen og dens betydning.

Investorvern er en av dem alle viktigste elementene i rådgivningen av finansielle instrumenter. Herunder har vi MiFID artikkel 19 om god forretningsskikk, art 21 beste utførelse og art 22 håndtering av kundeordre i MiFID. Her i nr 1 heter det at;

”Medlemsstatene skal kreve at investeringsforetaker skal kreve at investeringsforetak når det yter investerings tjenester og/ eller, etter det som er relevant, tilleggstjenester til kunder, opptrer ærlig, korrekt og profesjonelt i samsvar med det som er i kundenes interesse, og særlig følger prinsippene fastsatt i nr. 2-8”

Her er den aktuelle ordlyden at rådgiverne skal opptre ærlig, korrekt og profesjonelt i samsvar med kundens interesse. Noe som ikke uttrykkelig har stått i loven tidligere.

Videre vedrørende opplysningsplikten heter det i nr. 2 at;

”Alle opplysninger, herunder reklamemateriell, som investeringsforetaket retter til kunder eller potensielle kunder, skal være korrekte, klare og ikke villedende. Reklamemateriell skal klart framstå som nettopp det”

Problematikken her ligger i at informasjonen som kommer fra rådgiveren skal være *korrekt, klar og ikke villedende*. Her er det viktig at rådgiverne ikke bruker formuleringer med juridiske koder og økonomiske formler. Rådgivningen burde inneholde en naturlig språklig forståelse.

1.4 God foretningskikk:

Godforetningskikk er et gjennomgående prinsipp i bransjepraksisen. Den har fått en bredere betydning enn tidligere. God foretningskikk er etter gjeldende rett nedskrevet i loven og ikke lenger kun en bransjepraksis eller en grunnleggende forretnings norm.

Et prinsipielt viktig spørsmål er om ”god forretningskikk” kan spille en selvstendig rolle ved siden av de mer presise angivelsene av normens innhold i verdipapirforskriften. Spørsmålet har blitt fremmet til finanstilsynet. Finanstilsynet har tilbakekalt noen av konsesjonene, for eksempel omhandlet det Caveo ASA og Totalvekts ASA. Et av fellestrekk ved at konsesjonen ble tilbakekalt var vurderingen av at de hadde anbefalt dyre spareprodukter som hadde mer som formål å berike rådgiveren enn kunden. Etter finanstilsynets syn innebar denne rådgivningen brudd på tre ulike ”normer” som finanstilsynet mener kan utledes fra kravet til god forretningskikk i vphl. § 10-11 første ledd. Disse normene kan oppsummeres slik:

- Verdipapirforetak skal tilby ”det beste av sammenlignbare produkter”
- Andelen av det innbetalte beløp som tilfaller verdipapirforetaket må stå i rimelig forhold til den merverdi verdipapirforetaket tilfører.
- Kostnadsstrukturen i produktet må ikke redusere avkastnings potensial vesentlig.

Et viktig poeng å merke seg for senere analyse er at god forretningskikk har fått en endret karakter ved gjennomføringen av MiFID i norsk rett

1.5 Interessekonflikter:

MiFID og nye verdipapirhandel loven bygger på en tredelt regulering av interessekonflikt mellom foretaket og dets kunder, eller foretakets kunder seg imellom. Det er meget interessant å se hvordan rådgiverne takler den interessekonflikten med loven i praksis. Her vil jeg nevne hva utgangspunktene er; For det første plikter foretaket å treffe alle rimelige forholdsregler for å identifisere slike interessekonflikter, jf. Vphl. § 10-10 første ledd. Nå plikter foretaket å innrette sin virksomhet slik at den er oppbygd og organisert på en slik måte at "risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og foretakets kunder imellom begrenses til et minimum", jf. Vphl. 9-11 annet ledd nr. 2. Dette er i realiteten den sentrale bestemmelsen om interessekonflikter. Potensielle interessekonflikter skal først identifiseres, så skal de – så langt som mulig – fjernes gjennom organisatoriske grep. Det fremkommer av loven hvorvidt et foretak plikter å strekke seg for å fjerne slike konflikter vil imidlertid måtte bero på en konkret vurdering.

Interessekonflikter og mulige interessekonflikter kan blant annet inntreffe i følgende situasjoner:

- *Ved egenhandel og samtidig utføring av ordre på vegne av kunde*
- *Ved utføring av aktiv forvaltning og selvstendig allokering av aktiva til en kundes portefølje*
- *Ved utføring av investeringsrådgivning og finansielle tjenester til én kunde i forbindelse med et tilbud og utføring av finansielle tjenester til en annen kunde i forbindelse med samme tilbud*
- *Ved utføring av aktiv forvaltning og plassering av ordre hos tilknyttet meglerselskap*

- *Ved utføring av investeringsanalyse til enhet eller konsern hvor Nordea også tilbyr tjenester knyttet til plassering av emisjoner, tilbud, samt garanti.*

Etter min mening er lovgivningen om interessekonflikter er et avgjørende moment for at kunden kan få ærlig og redelig veiledning. Herunder forklarer også lovgivningen hvordan du skal avverge en eventuell interessekonflikt, altså ved å identifisere den.

1.6 Beste resultat ved utførelse av ordre:

Essensen i kravet til beste resultat ved utførelsen av orde kan best beskrives ved å sitere verdipapirhandelloven § 10-12 første ledd:

”Verdipapirforetaket skal ved utførelse av kundeordre gjennomføre alle rimelige tiltak for å oppnå best mulig resultat for deres kunder med hensyn til pris, kostnader, hurtighet, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør, størrelse, art og andre relevante forhold. Dersom kunden har gitt spesifikke instruksjoner, skal ordre utføres i tråd med disse.” De faktorene som er nevnt her skal videre vektes relativt basert på følgende kriterier, jf. Verdipapirforskriftens § 10-25 første ledd:

- Kundens egenskaper
- Orderens art
- Egenskaper ved finansielle instrumentene som inngår i ordren
- Egenskaper ved handelssystemene der ordren kan legges inn

Verdipapirforetak skal ikke bare gjennomføre rimelige tiltak men også utarbeide effektive systemer, prosedyrer og retningslinjer for å sørge for å etterleve kravet til beste resultat ved utførelse av ordre. Disse retningslinjene faller inn under opplysninger som omfattes av opplysningsplikten som tidligere beskrevet. I tillegg skal foretaket

jevnlig kontrollere disse retningslinjene for å avdekke og utbedre eventuelle svakheter. Dersom kunden ønsker en bekreftelse på at ordre er utført i tråd med gjeldende retningslinjer skal foretaker kunne påvise dette.

1.6.1 Organisering av verdipapirforetaket virksomhet:

Jeg vil kort bare gjøre rede for organisering av verdipapirforetak som er nødvendig for å gi en helhetlig forståelse fordi det er verdipapirforetak lovgivningen berører.

MiFID fastsetter en rekke overordnede krav til verdipapirforetakets organisering av egen virksomhet, jfr. Art 13 "*Organisational requirements*". Verdipapirforetaket må også iverksette tiltak for å forhindre interessekonflikter, jfr. Art 18 "*Conflict of finterests*". Dette for å sikre kunden det best mulig forhold. Verdipapirforetaket må blant annet etablere regler og prosedyrer som er nødvendige for å sikre at verdipapirforetaket overholder dets forpliktelser i henhold til direktivets bestemmelser ("*adequate policies and prosedures sufficient to ensure compliance of the firm...with its obligations under the provisions of the Direktive*"), jft. MiFID art. 13 nr. 2. I den sammenheng må det utpekes en compliance officer, som er ansvarlig for at lover og regler blir fulgt. Det skal også etableres prosedyrer for å unngå interessekonflikter, jfr. art. 18.

Majoriteten av norske verdipapirforetak overholder allerede gjeldende organisatoriske prinsipper, men det vil på bakgrunn av MiFID fastsettes mer detaljerte regler på området. Disse vil ikke bli nærmere gjennomgått da de anses å falle utenfor oppgavens kjerne, samt at det ikke er særlig interessante bestemmelser.

2 Gjeldende rett og sammenligning

I denne delen av oppgaven har jeg gjort rede for hva gjeldende rett er på de sentrale områdene som berører investeringsrådgivningen sammenlignet med den gamle verdipapirhandelloven fra 1997.

2.1 Ny lovgivning sammenlignet med eldre:

Den nye lovgivningen erstatter lov 19. juni 1997 nr. 79. En av de største endringene er at MiFID-direktivet overtok for Investment Service direktivet (ISD) 93/22/EØF⁷. For det meste er MiFID-direktivet struktur basert på de samme prinsipper og pilarer som ISD. Den store forskjellen er at MiFID-direktivet i motsetning til ISD har et mye høyere detaljnivå og har til dels strammet inn enkelte sider av den regulatoriske rammeverket for verdipapirforetak. Dette har sammenheng med gjennomføringen av Financial Services Action Plan som blant annet innførte en ny lovgivningsmetodikk på området («Four Level Approach») som medførte at de sentrale lovgivningsmyndigheter i EU utferdiger rammedirektiver – slik som MiFID – men hvor EU Kommisjonen gis hjemmel til å utforme mer detaljerte regler som skal utfylle rammedirektivene – kommisjonsdirektiver og kommisjonsforordninger. Kommisjonsforordningene er implementert i norsk rett ved direktehenvisning. Det vil si at direktivet slik det lyder er gjort direkte til norsk lov, se eksempelvis § 3-12. De fleste kommisjonsdirektivene er implementert gjennom forskriftsverket til loven, da særlig forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) av 29. juni 2007 nr. 876 som er den sentrale forskriften på området.

Videre har MiFID-direktivet i større grad fokus på investorbeskyttelse enn ISD-direktivet. Investorbeskyttelsen innfører et strengt krav til at foretakene skal kjenne sine kunders kompetanse, behov og at tjenesten således skal tilpasse etter dette. I forlengelsen av dette stilles det krav om at det gis tilskrekkelig informasjon skal gis til kundene i forhold til tidligere. Dette skal jeg komme nærmere tilbake til.

⁷ Lov kommentar av Andre Michaelsen L29.06.2007 nr. 75.

En annen viktig endring er at investeringsrådgivningen nå er gjort til en investeringstjeneste som er konsesjonsbelagt. Tidligere var det mulig å gi investeringsråd uten å søke om konsesjon. Etter gjeldende rett søkes konsesjonen hos Finanstilsynet. Den nye loven har et nytt regime som er knyttet til rapportering av transaksjoner som nå skal foregå hos Finanstilsynet.

Det har også medført at loven har fått noen nye lover og noen videreført fra 1997. Blant de sentrale deler i loven som er en videreføring av 1997 – loven nevnes kapitlene 3, 7, 8, 12 og 13.

I verdipapirhandelloven § 1-1 inneholder lovens formål;

”Lovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter”

Denne bestemmelsen er videreført av verdipapirhandelloven av 1997. Markedene kan sies å fungere effektivt når prisene reflekterer den underliggende realøkonomiske verdi for det enkelte verdipapir. Med ordnet handel siktes til at markedsplassen fungerer og at handelen tilfredsstiller alminnelige rettferdsnormer. Sikker handel knytter seg i første rekke mot oppgjørsfunksjonene – at betaling og levering av verdipapirer finner sted som avtalt. Samlet vil dette kunne bidra til å sikre tillit til det norske verdipapirmarkedet blant investorer og utstedere, slik at det kan fungere tilfredsstillende som kapitalkilde. Det faller også innenfor lovens formål å ivareta tilliten til verdipapirmarkedet på et mer overordnet samfunnsmessig plan, jf. Innst. O. nr. 83 (1996-97) s. 8. Formålsparagrafen er ikke uttømmende for de hensyn og formål som ligger bak lovens bestemmelser. Den kan like fullt være retningsgivende for utøvelse av forvaltningsskjønn og kan også få en viss betydning for tolkingen av mer skjønnsmessige bestemmelser som for eksempel §§ 3-9 og 10-11.

Verdipapirhandel lovens § 2-1 om investeringstjenester og tilknyttede tjenester er en definisjon på investeringstjenester. Denne bestemmelsen

gjennomfører MiFID art. 4 nr. 1 (2) og (3). Denne bestemmelsen viderefører § 1-2 av verdipapirhandelloven av 1997.

Investeringsrådgivningen er nærmere definert i § 2-4.

Det følger av EØS-avtalens art. 36 at det innenfor rammen av avtalen ikke skal være særskilte begrensninger for statsborgere i EØS-statene til å yte tjenester innenfor medlemmenes territorium. Adgangen til å yte investeringstjenester er nærmere regulert i MiFID hva angår verdipapirforetak («investment firms»). Direktivet medfører at verdipapirforetak og kredittinstitusjoner som er etablert i og har tillatelse i annen EØS-stat, kan yte investeringstjenester innenfor hele EØS-området. Videre enten yte den som grensekryssende virksomhet, eller gjennom filial med adgang til regulerte markeder i EØS-statene.

Tilknyttende tjenester vil kunne ytes av andre enn verdipapirforetak uten at det kreves godkjenning eller melding til Finanstilsynet.

Verdipapirhandelloven § 2-2 om finansielle instrumenter er en sentral bestemmelse i loven som definerer hva det menes med finansielle instrumenter, omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater. Denne bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 4 nr. 1 (17). Definisjonen av finansielle instrumenter er i overensstemmelse med MiFIDs angivelse av hvilke instrumenter det kreves særskilt tillatelse for å yte investeringstjenester. Pengeinstrumenter omfatter blant annet sertifikater, men dette vil også omfattes av begrepet "omsettelige verdipapirer", jfr. § 2-2 annet ledd. I tillegg kommer internbankinnskudd og lignende. Det er intet krav at instrumentene er beregnet på alminnelig omsetning. Definisjonen av omsettelige verdipapirer er i samsvar med MiFID, med forbehold om at det for aksjer og lignende instrumenter ikke stilles krav om omsettelighet i den norske loven. Definisjonen omfatter blant annet obligasjoner og sertifikater, men vil også omfatte nye gjeldsinstrumenter som blir gjenstand for omsetning. Med obligasjoner menes gjeldsinstrumenter som er utstedt i en større mengde. I henhold til verdipapirsentralloven

av 1985 og 2001 skal slike instrumenter utstedt av norsk foretak registreres i et norsk verdipapirregister (VPS). Sertifikater er tilsvarende instrumenter med løpetid på 12 måneder eller kortere.

Verdipapirhandel loven § 2-4, 1 ledd er en sentral paragraf og er endret fra eldre lovgivning. Den definerer hva investeringsrådgivning er i dybden, her heter det at;

”Med investeringsrådgivning menes personlig anbefaling til en kunde, på kundenes eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter.”

Bestemmelsen⁸ gjennomfører MIFID art. 4 nr. 1 (4) med nærmere presiseringer i kommisjonsdirektiv 2006/73/EF art. 52.

Ved uttrykket «personlige råd» avgrenses bestemmelsens anvendelsesområde mot generelle råd, som for eksempel en analyse som gis på bredere basis.

I Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) heter det at definisjonen av investeringsrådgivning er i samsvar med MiFID art. 4 nr. 2 (4) og kommisjonsdirektivet art. 52. I kommisjonsdirektiv 2006/73/EF art. 52 heter det følgende:

«The recommendation must be presented as suitable for that person, or must be based on a consideration of the circumstances of that person, and must constitute a recommendation to take one of the following set of steps...».

Dette innebærer at rådgivere må ha tatt stilling til og vurdert den aktuelle kundes konkrete situasjon for at det skal kunne være tale om et personlig råd. Derfor er det slik at dersom en rådgiver i kontakt med kunden ikke går inn i den enkelte kundes personlige forhold, men kun viser til foretakets anbefalinger og gjør generelle betraktninger rundt det aktuelle finansielle instrumentet, vil det ikke være

⁸ Kommentartutgave av verdipapirhandelloven 2007.

investeringsrådgivning, men som en del av tjenesten også kaldt rådgivertjeneste. Dersom rådgiveren går inn og vurderer kundens portefølje og øvrige personlige forhold, for deretter å anbefale en aktuell aksje, vil dette regelmessig kunne bli betraktet som investeringsrådgivning.

Verdipapirhandelloven § 9-1 er også en sentral lovendring sammenlignet med eldre rett etter implementeringen av MiFID som regulerer tillatelse til å yte investeringstjenester og tilknyttende tjenester. Denne bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 5 første ledd og art. 7 nr. 1 som stiller krav til at EØS-statene har en konsesjonsordning for foretak som yter investeringsrådgivning. Investeringsrådgivning er nærmere definert i § 2-1 første ledd slik vi tidligere har behandlet.

Videre har vi et unntak i § 9-2, her reguleres unntak fra krav om tillatelse som også er nytt sammenlignet med gamle verdipapirhandelloven. Denne bestemmelsen gjennomfører unntakene som følger av MiFID art. 2, mens første ledd viderefører unntakene i verdipapirhandelloven av 1997. Det vil si at endringene sammenlignet med eldre rett gjelder kun annet ledd. Verdipapirhandel loven § 9-2, 2 ledd nr. 2 er utformet etter MiFID art. 2 (1) (b) og er en videreføring av verdipapirhandelloven av 1997 § 7-1 tredje ledd nr. 2. Se NOU 2006: 3 pkt. 2.8.3.

I verdipapirhandelloven av 19. juni 1997 nr. 79 ble ”god forretningskikk” behandlet i (vphl) § 9-2. I følge bestemmelsen skal verdipapirforetak utøve sin virksomhet i samsvar med standarden. I gjeldende rett er ”god forretningskikk” § 9-2 ordrett videreført i § 10-11 (verdipapirhandelloven av 2007). Selv om ordlyden er den samme så oppstilles det konkrete detaljerte *skriftelige* krav om forholdet mellom verdipapirforetak og kunder som tidligere kun var utledet som en rettlig standard. Direktivets art. 19 oppstiller detaljerte og konkrete krav til hvordan god forretningsskikk skal utøves, samtidig med at den innfører en plikt til å innhente informasjon om kunden og foreta tester basert på

denne informasjonen. De testene skriver jeg nærmere om senere i avhandlingen.

Det finnes også bestemmelser som ikke er en implementering av MiFID men en særnorsk regel for eksempel verdipapirhandelloven § 9-11, 1 ledd nr. 8 og 9 om organisering av virksomheten.

Konsesjonen for å tilby investeringsrådgivning innebærer at rådgivere nå kan gi rådgivning på tvers av landegrensene. Investeringsrådgivere kan tilby investeringsrådgivning i alle EU-land. I dette foreligger det både fordeler og ulemper som jeg skriver om i avhandlingens del 3. Norsk rett som følge av EØS-avtalen har "fri kapitalbevegelse". Det følger av EØS-avtalens artikkel 40 at det ikke skal være noen restriksjoner på overføring av kapital innen EØS. Begrepet «kapitalbevegelser» omfatter både overføring av penger og direkte investeringer som nødvendiggjør overføring av penger. En direkte investering vil eksempelvis kunne være kjøp av aksjer i et infrastrukturforetak på verdipapirområdet. EØS-land kan imidlertid innføre enkelte beskyttelsestiltak som kan medføre begrensninger i kapitalbevegelsene. Selv om slike tiltak vil innebære at de nasjonale reglene kommer i strid med EØS-avtalen artikkel 40, følger det av etablert rettspraksis fra EF-domstolen at regleverket kan godtas dersom nasjonalstaten påviser at det foreligger relevante hensyn for å ivareta legitime allmenne interesser.

EØS-avtalen artikkel 31 omhandler den frie etableringsretten. Det sentrale i bestemmelsen er at det ikke skal være noen restriksjoner på etableringsadgangen for personer eller selskaper fra en av EØS-avtalens medlemsstater på en annen av disse staters territorium.

2.1.1 Implementeringen i norsk rett og sammenligning:

Lovforslaget⁹ innebærte at det norske lovverket legges forholdsvis nært opp til ordlyden i MiFID, og er betydelig mer detaljert enn hva man er vant til i norsk rettstradisjon. Det kan diskuteres om det var nødvendig med et såpass detaljert lovforslag da det dreier seg om et rammedirektiv hvor utfyllende bestemmelser kommer i forskrift. Et lovforslag som knyttes nært opp til direktivteksten vil likevel være nødvendig for å sikre mest mulig lik gjennomføring av direktivet i de ulike medlemsland. Dette er også med på det høye harmoniseringsnivået som MiFID-direktivet legger opp til. Gjennomføringsdirektivet er implementert i norsk rett gjennom forskrift.

Gjennomføringsdirektivet handler om de praktiske forskjellene i forhold til gjeldende norsk rett som foreligger. Dette betyr at det er forskriften som er mest interessant for verdipapirforetak som veiledning for å sette seg inne i det nye regelverket. Det kan diskuteres om dette er uheldig, da prosessen med å utarbeide en forskrift er en mye mindre omstendelig prosess enn prosessen med å utarbeide et lovforslag. Direktivet åpner også opp for at de enkelte medlemsland på noen områder står fritt til å innføre særbestemmelser utover direktivet, jfr. for eksempel MiFID art. 3 "Optimal exemptions". Norge har ikke i nevneverdig grad benyttet seg av denne muligheten noe som er svært viktig for å opprettholde formålet med MiFID-direktivet. Det er av stor betydning at det norske verdipapirmarkedet er tilnærmet likt regulert som andre medlemsland. Norge er netto mottaker av investeringer i forholdet til utlandet, og det er derfor viktig at regelverket omkring disse investeringene er mest mulig lik det investorene kjenner til i sine hjemland. Forskriften til ny lov om verdipapirhandel ble publisert 29.

⁹ Ot.prp. nr. 34

mars 2007. Harmoniseringen av regelverket er skrevet ett av de viktigste formål med MiFID.

I verdipapirhandel loven av 19. juni 1997 nr. 79 regulerte også graden av informasjon som må til for å tilfredsstille norske normer og prinsipper for god forretningsskikk. Oppfølging av den enkelte kunde med bakgrunn av kundenes profesjonalitet, jfr. vphl. § 9-2 annet ledd. Med implementeringen av direktivet er det innført klarere retningslinjer for kundens opplysningsplikt på den ene siden og foretakets informasjonsplikt på den annen, skal sikre ensartet praksis og bedre ivaretagelse av kundens individuelle behov. Kundene blir nå delt inn i ikke-profesjonelle, profesjonelle og bedrifter. Dette med bakgrunn i hvor mye kjennskap kunden har til investerings bransje, slik at informasjon om hvert enkelt produkt kan gis i henhold til det. Det legges til grunn kundens forståelses evne.

Forholdet mellom verdipapirforetak og investorene, herunder investorbeskyttelsen, var utledet av den rettslige standarden god forretningsskikk i verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 (vphl) § 9-2 som nevnt tidligere. I følge bestemmelsen skal verdipapirforetak utøve sin virksomhet i samsvar med standarden. Vphl. § 9- 2 første ledd annet punktum slo fast at foretaket skal *”påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte”*. Denne lovgivningen er videreført i gjeldende rett. I dag finner vi denne lovgivning i verdipapirhandelloven § 10-11.

Opplistingen i vphl. § 9-2 første ledd nr. 1-6 var ikke en uttømmende liste over hva som inngår i den rettslige standarden, jfr. ordet ”herunder” i bestemmelsens første ledd annet punktum. Den nåværende listen er uttømmende. Dette er en av mange eksempler på at lovgivningen etter MiFID-direktivet er blitt mer detaljert enn tidligere. Standardens innhold endres etter hvert som forholdene utenfor loven

endres. En slik skjønnsmessig standard har både sine fordeler og ulemper. Fordelen er at man får større tilpasningsdyktighet til samfunnets utvikling. En ulempe er at risikoen for tilfeldigheter er til stede og kan være med på å svekke forutsigbarheten på angjeldende rettsområde.

Ved fastleggelsen av hva som ligger i kravet til god forretningsskikk, vil det normalt være et moment hva som er vanlig atferd i bransjen. Dette forutsetter likevel at formålet bak verdipapirhandelloven er ivaretatt – å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, jfr. vphl. § 1-1. Det er imidlertid sikker rett at selv om praksis er utbredt i bransjen, er det ikke ensbetydende med at den er i tråd med god forretningsskikk. Myndighetene kan regulere og sensurere bransjens praksis dersom den skulle anses å være i strid med god forretningsskikk. Kommer nærmere inn på bransjepraksis.

God forretningskikk, normer, forskrifter og forarbeider sammen med lovverket har før MiFID-direktivet fungert godt i reguleringen av norsk investeringsrådgivning. Det kan derfor diskuteres om Norge trengte MiFID-direktivet for å regulere investeringsrådgivningen. De positive virkningene av dette er at investorbeskyttelsen er inkorporert i loven og ikke kun ved diverse forretningsnormer. Bredere krav om dokumentasjon har medført at både kundene og finansinstitusjon har større trygghet for å bli behandlet rettmessig i forhold til loven, ikke minst på likt nivå med andre investorer i EU-landene.

Forarbeidene av loven Ot.prp.34 legger til grunn at kun kundene får større investorbeskyttelse, men jeg mener at finansinstitusjonene får i like stor om ikke større beskyttelse fra innvendinger om urettmessig behandling. Vi har en rekke eksempler på der kunden/investoren har saksøkt finansinstitusjonen med påstander om at de ikke har opprettholdt regelverket. I disse eksemplene ser jeg at på grunn av den detaljerte dokumentasjonen har finansinstitusjonene større sjanser for

å verne seg i mot slike saker anvendt imot dem. Det er også tidsbesparende for Finansklagenemnda som mottar disse klagene. De kan nå enklere oppklare saken i favør eller disfavør av finansinstitusjonen. Den eneste negative virkningen jeg har sett i dette er tidkrevende arbeid og kostnadene ved implementeringen er store, dette kommer jeg nærmere tilbake til.

2.1.2 Bransjepraksis:

Ettersom ”god forretningsskikk” også beror på bransjepraksis er Norges Fondsmeglerforbunds etiske Normer relevante. Norges Fondsmeglerforbund er en bransjeorganisasjon for norske verdipapirforetak. Forbundet bidrar til å fremme en ordnet og trygg handel med aksjer og andre finansielle instrumenter i Norge. For å etterleve sitt formål har det utarbeidet et felles regelverk for sine medlemmer, deriblant egne etiske normer og forretningsvilkår. De etiske normene er basert på flere grunnprinsipper fastlagt blant annet i Rådsdirektivet 93/22/EØF, verdipapirhandelloven og av ”The International Organization of Securities Commissions”. Normene var ikke rettslig bindende, men medlemmene forutsettes å etterleve disse samt respektere avgjørelser fattet av etisk råd, jfr. normenes § 1-1. Det fremkommer i de etiske normenes § 1-2 at det ved anvendelsen av normene skal vektlegges om det dreier seg om profesjonelle eller ikke-profesjonelle kunder. Ved utførelsen av oppdrag for profesjonelle kunder forutsettes det at disse har en særlig plikt til, og forutsetninger for, å ivareta egne interesser. Videre inneholder kapittel fire i de etiske normene bestemmelser som gjelder i forholdet mellom verdipapirforetaket og kunden. Normene slår fast at verdipapirforetak skal så langt det er praktisk mulig gi alle kunder de beste mulige råd, jfr. normenes § 2-1. De fleste normene utarbeidet av

fondsmeglerforbundet er overordnede og lite detaljstyrte. Det er derfor opp til hvert enkelt verdipapirforetak å tolke og holde seg innenfor normenes rammer. Dette viser hvor viktig rolle implementeringen har spilt i Norsk rett.

2.1.3 Direktivets innvirkning på gjeldende rett¹⁰:

Det grunnleggende prinsipp om verdipapirforetaks informasjonsplikt overfor kunden foreligger skriftlig i loven jfr. verdipapirhandelloven av 29. juni nr. 75, 2007 kapittel 5. Imidlertid oppstiller direktivet en ny plikt overfor verdipapirforetak ved at det må innhente informasjon fra kunden, og foreta en av de tester som jeg gjør rede for senere i avhandlingen. Det må likevel nevnes at noen rådgivere foretok lignende tester før direktivet, men at dette er noe de gjorde på frivillig basis og ikke fordi det var oppstilt krav om det i gjeldende rett. I så fall vil innvirkningen for disse aktørene være minimal. Finanstilsynet foreslo en nærmest ordrett implementering av god forretningsskikk i direktivet i sitt forslag til ny verdipapirhandellov, jfr. § 10-11 *god forretningsskikk* og dette ble gjennomført. Oppbyggingen i lovforslaget er noe annerledes i de to første punktene i forhold til direktivets utforming. Den materielle jussen er likevel den samme. Lovforslaget oppstiller konkrete og detaljerte krav om forholdet mellom verdipapirforetak og kunder som tidligere var utledet av en rettslig standard. Forslaget var i hovedsak kun viktige presiseringer av hva som forelå i vphl. § 9-2, men med det resultat at den gjeldende rettslige om standarden god forretningsskikk er skjerpet i den forstand at den nå inneholder detaljerte krav. Dette har medfør at bransjestandardene som tidligere forelå nå har fått mindre betydning som følge av implementeringen, da disse i stor grad har blitt benyttet til å klargjøre innholdet i den rettslige standarden.

¹⁰ www.nfmf.no Etiske normer for medlemmer av Norges Fondsmeglerforbund § 1-1

Behovet for klargjøring gjør seg ikke gjeldende i samme grad da detaljerte krav er innført. Dette er en indikasjon hvordan direktivet ellers har hatt innvirkning på lovens utforming.

2.1.4 Omfanget av MiFID:

MiFID er et omfattende direktiv selv om det er et rammedirektiv og det er vanskelig å få oversikt over hva som er regulert. Det er likevel Gjennomføringsdirektivet som er den store bølgen ved implementeringen av MiFID-direktivet. Gjennomføringsdirektivet er svært detaljert og inneholder mye teknisk lovstoff. Et eksempel på dette er bestemmelsen om god forretningsskikk. I gjeldende rett er god forretningsskikk regulert i vphl. § 9-2, som består av seks forholdsvis korte underpunkter. I MiFID-direktivet er den rettslige standarden regulert i art. 19, som består av ni detaljerte underpunkter. Disse ni underpunktene er igjen regulert i hele 25 detaljerte artikler hvor de fleste består av en rekke underpunkter, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 24-49. Det må være lov å stille spørsmålstegn ved om dette er nødvendig. Dette gjelder spesielt med tanke på at direktivet ikke i nevneverdig grad materielt sett innfører noe nytt i gjeldende rett vedrørende god forretningsskikk.

Et annet viktig side ved Gjennomføringsdirektivet er at det er såpass detaljert at det alltid vil være mulighet for en kunde å finne en bestemmelse som ikke har blitt nøyaktig oppfylt av verdipapirforetaket. Det kan diskuteres om dette har vært formålet med utarbeidelsen av direktivet. En så detaljert lovgivning vil kunne virke mot sin hensikt, da det ikke vil være praktisk mulig å håndheve samtlige krav som direktivet oppstiller.

3 Betydningen av MiFID-direktivet for finansinstitusjoner, kundene og samfunnet

3.1 Hvilke endringer har MiFID ført til?

I denne delen av avhandlingen skal jeg gjøre rede for hvilke endringer MiFID har ført til for finansinstitusjonene, kundene og samfunnet.

Deretter skal jeg se på noen eksempler på hvordan de enkelte norske foretak har innrettet seg etter MiFID kravene og hvilke endringer de har foretatt. Det er først og fremst finansinstitusjonene som har stått ovenfor den største utfordringen ved å gjennomføre MiFID kravene i praksis.

3.1.1 Viktige endringer for finansinstitusjonene:

Foretak som yter investeringsrådgivning på forretningsmessig basis må ha konsesjon som verdipapirforetak, jf. vphl. § 9-1. Det følger av vphl. § 2-1 at "investeringstjenester" er ytelser av nærmere angitte tjenester i nærmere angitte finansielle instrumenter. Tidligere trengte det altså ikke konsesjon for å drive rådgivning. Etter MiFID-direktivet så har Finanstilsynet revurdert alle konsesjonene og behandlet nye søknader om konsesjoner.

MiFID innebærer for det første en **utvidelse** av *hvilke finansielle instrumenter* som utløser konsesjonsplikt, til også å omfatte kredittderivater og varederivater. Varederivater er den praktiske viktigste utvidelsen for norske forhold. Varederivater har vært definert som finansielle instrumenter i norsk rett noen år allerede, men før MiFID ble gjennomført i norsk rett utløste ikke investeringstjenester i tilknytning til slike derivater konsesjonsplikt som verdipapirforetak.

Det er en rekke likhetstrekk mellom definisjoner av varederivater i MiFID og slike varederivater var definert i tidligere verdipapirhandel lov § 1-2 siste ledd. De sentrale vurderingstema var tidligere om det gjaldt

et derivat med nærmere angitte varer og tjenester som underliggende objekt, og om selve derivatet hadde kjennetegn på omsettelighet som tilsa at det ble ansett som et finansielt instrument. Tilsvarende kriterier står også sentralt i MiFID - definisjonen av derivater. I forhold til tidligere, innebærer MiFID en mer utømmende og detaljert definisjon om varederivater. Etter forrige lov var definisjonen knyttet til konkret vurdering av omsettelighet, og de sentrale vurderingstemaer var angitt i forarbeidene. Nå fremgår definisjonen av lov og forskrift¹¹, og dels av gjennomføringsordningen¹².

Det er også viktig å være oppmerksom på at det som tidligere ble definert som "varederivater" i norsk rett nå er del delt i to kategorier; varederivater nevnt i vphl. § 2-2 femte ledd nr.2 og "andre instrumenter" som er nevnt i vphl. 2-2 femte ledd nr. 5. Dette alternativet omfatter en rekke derivater som har andre formuesgoder enn varer og tjenester som underliggende, men som innehar de samme kjennetegn på omsettelighet som alminnelig varederivater. Dette alternativet omfatter blant annet derivater med fraktrater og utslippstillatelser som underliggende, og nærmere definert i forskriften § 2-1 og gjennomføringsordningen artikkel 38-39. Dette skille har blant annet betydning ved vurderingen av unntak fra konsesjonsplikten, siden enkelte av unntakene bare gjelder handel i varederivater i "snever" forstand.

MiFID innebærer en **utvidelse** av *hvilke tjenester* som utløser konsesjonsplikt, til å omfatte investeringsrådgivning og drift av såkalte "multilaterale handelsfasiliteter"

Som nevnt tidligere er investeringsrådgivning definert i vphl § 2-4 første ledd. Bestemmelsen bygger på gjennomføringsdirektivet art. 52, som angir en relativ snever definisjon av slik rådgivning.

¹¹ Vphl. 2-2 femte ledd nr.2 og verdipapirforskriften 2-1

¹² Verdipapirforskriften § 15-1

Drift av ”multilaterale hendelsfasiliteter” er også en ny investeringsrådgivning. Dette er en nyskapende som innebærer at verdipapirforetak kan drive handelsplattformer som kan konkurrere direkte med regulerte markeder.

Samtidig som MiFID utvider konsesjonsplikten til å omfatte nye instrumenter og tjenester, innføres det også *nye unntak* fra konsesjonsplikten. Det er særlig innført omfattende unntak fra tjenester knyttet til handel i varederivater, jf. vphl. § 9-2 annet ledd nr. 6 og nr. 7. Finanstilsynet har også lagt til grunn at unntaket i vphl. § 9-2 annet ledd nr. 9 har praktisk betydning for norske varederivatforetak i større utstrekning enn det vi mener MiFID åpner for.

Unntakene i vphl. § 9-2 annet ledd nr. 9 er noe vanskelig tilgjengelig. Bestemmelsen bygger på MiFID som igjen bygger på tilsvarende unntak i investeringsdirektivet. Opprinnelig var meningen å unnta såkalte ”locals” på den britiske derivatbørsten LIFFE fra konsesjonsplikten. Bestemmelsen innebærer blant annet at det gjøres unntak for konsesjonsplikt for den som ”handler for andre medlemmers regning i derivatmarkedet”, forutsatt at kontraktene som inngås er sikret oppfylles ved at oppgjørsmedlemmer eller en oppgjørssentral fra det samme markedet trer inn i kontrakten. I sitt rundskriv 24/2007 legger finanstilsynet til grunn at unntaket får anvendelse for en rekke aktører som i utgangspunktet driver konsesjonspliktig ordeformidling eller aktiv forvaltning på de norske regulerte markedene for varederivater.

3.1.2 Finansinstitusjoner:

De sentrale endringene for investeringsrådgiverne i den enkelte finansinstitusjon er kravet til kundekategorisering og kravet til dokumentasjon. Med dokumentasjon menes det tester som er innført for å dekke de behov som MiFID-direktivet stiller til investorvern,

herunder hensiktsmessighetstesten og egnethetstesten. Videre kan det også nevnes at det er en stor utfordring for rådgiverne å sette seg inn i det nye regelverket fordi det er forskjell på matematiske formler og juridisk språk.

For verdipapirforetak er det de detaljerte virksomhetsregelen som representerer de største nyhetene i MiFID. Tidligere var dette forhold som i stor grad ble regulert av den stat hvor foretaket drev sin virksomhet, mens MIFID for første gang innfører fullharmoniserte regler for foretakets virksomhet. Vertsstaten har et omfattende ansvar for å føre tilsyn for at disse reglene skal overholdes, jf. MiFID artikkel 32 (7). Bestemmelsen gir ikke i seg selv vertsstaten hjemmel til å fastsette regler som fraviker fra MiFID s regler. Skillet mellom vertsstat og hjemstat har derfor lagt mindre betydning enn tidligere.

3.1.2.1 Egenhetstest:

Ved ytelse av tjenestene aktiv forvaltning og investeringsrådgivning, innføres en plikt til å foreta en egnethetstest, jf. Vphl. § 10-11 fjerde ledd. Her kartlegges kundens nødvendige opplysninger kundens forutgående kunnskap og erfaring som er aktuell for investeringen. Dette danner grunnlaget for de anbefalingene man foretar for investering for vedkommende.

3.1.2.2 Hensiktsmessighetstest:

Ved ytelsen av alle de andre¹³ investeringstjenestene gjelder i utgangspunktet en hensiktsmessighetstest. Dette er noe enklere kvalitetskontroll enn egnethetstesten. Foretaket plikter i

¹³ Jfr. Punkt 3.1.2.1

utgangspunktet å vurdere om den aktuelle tjeneste er hensiktsmessig for kunden, ut fra en vurdering av kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen forbundet med det etterspurte eller tilbudte produktet/investeringstjenesten, jf. Vphl. § 10-11 femte ledd.

3.1.2.3 Informasjonsplikt:

MiFID innfører omfattende informasjonsplikter overfor verdipapirforetakets kunder. Disse informasjonspliktene har økt i omfang etter direktivets innføring. Informasjonsplikten innebærer tilskrekkelig informasjon om produkt, risiko, rettigheter og problemet knyttet til investeringen.

Her stiller det seg en dom mot Fokus Banks investeringsrådgivning fra lagmannsretten 18.10.2010. I denne dommen var det en 79 år gammel part som anket til lagmannsretten med påstand om at han hadde fått villedende informasjon, ikke fått tilskrekkelig råd om produktet og at noen dokumenter som lå i bankens retningslinjer ikke ble utfyllt. Han anførte at rådgivningen ikke hadde oppfylt sin opplysningsplikt blant annet vedrørende risikoen ved investeringen. Kunden hadde også investert i ”strukturerte produkter” som ble kalt ”garanterte produkter”. Videre anførte ankende part at rådgiveren hadde handlet i strid med ”god forretningsskikk”, han ønsket å heve kjøpe og erstatning for tapet. Dette var en dissens dom der flertallet ikke gav ankende part medhold i noen av punktene med grunnlag om at det ikke forelå villedende informasjon og at hovedansvaret for investeringene man foretar ligger hos kunden.

3.2 Kundene

3.2.1 Innvirkning på verdipapirforetakets kunder:

Nå har vi sett på endringene som førte til for rådgivere og neste gruppe som er berørt er kundene.

Regelverket som MiFID pålegger bærer preg av å være utarbeidet for å beskytte ikke-profesjonelle kunder i markeder som er bygd opp og fungerer annerledes enn det norske. Den norske lovgivningen gav tidligere ikke-profesjonelle kunder god beskyttelse. Det kan derfor være tvilsomt om det samlet sett er mye å vinne på for den ikke profesjonelle kunden i Norge ved implementeringen av MiFID. Derimot har implementeringen av MiFID stor innvirkning på kunder som tilhører medlemsland hvor investorbeskyttelsen er fraværende, eller kunden er svakere beskyttet enn hva som følger av MiFID. Dersom kunden ønsker å holde et øye med at verdipapirforetaket faktisk utfører ordren i tråd med dens interesser og instruksjer, vil implementeringen føre til at dette enklere lar seg gjøre, nettopp fordi verdipapirforetaket er pliktig til å informere om hvordan for eksempel en ordre er utført på kundens forespørsel.

Da verdipapirforetak pålegges å etablere og anvende en ordreutførelsespolitikk blir det enklere for kunden å sammenligne de ulike verdipapirforetakene med tanke på hvilke tjenester de kan tilby til hvilke vilkår etc. Dette gjør ikke det store utslaget i Norge da det foreligger få handelssystemer å velge mellom og for noen finansielle instrumenter finnes det ikke en gang to alternativer, jfr. ikke noterte produkter. Ordreutførelsespolitikken er derfor best tilpasset de medlemsland hvor det eksisterer et stort verdipapirmarked hvor det foreligger flere ulike handelssystemer.

3.2.2 Kundeklassifisering:

Kundeklassifiseringen er en av endringene som også har forekommet etter MiFID-direktivet. Flere aktører har tidligere også praktisert denne ordningen. For eks. Nordea har alltid klassifisert alle kundene sine til ikke-profesjonelle kunder for å være på de sikre siden. Kundene får krav på best investorbeskyttelse og mesteparten av ansvaret ligger hos finansinstitusjonen.

EU-reglene deler kundene inn i tre kategorier: "ikke-profesjonelle", "profesjonelle kunder" og "kvalifiserte motparter". Det er ulike krav til beskyttelse og dokumentasjon av rådgivning i hver av de tre kategoriene. "Ikke-profesjonelle" kunder har den høyeste graden av beskyttelse, og kategorien omfatter størstedelen av bankens kunder – herunder alle privatkunder og de fleste små og mellomstore virksomheter. "Profesjonelle" kunder har en lavere grad av beskyttelse, da denne gruppen ofte består av veldig store virksomheter som løpende handler verdipapirer samt valuta- og derivatprodukter. For å oppfylle kravene til profesjonell kunde må man tilfredsstille tre av nedenstående objektive krav:

1. Total balanse tilsvarende minst EURO 20 000 000
2. Netto omsetning tilsvarende minst EURO 40 000 000
3. Sum egenkapital tilsvarende minst EURO 2 000 000

"Kvalifiserte motparter" er vanligvis banker, forsikrings- og pensjonsselskaper, og reglene om investorbeskyttelse gjelder i utgangspunktet ikke for disse kundene. Dette er en av de positive konsekvensene av MiFID, som er en del av investorbeskyttelse av MiFID. Ved kunde kategorisering så får kunden beskyttelse i forhold til ens profesjonalitets krav. Det er mange aktører som ikke har benyttet seg av denne ordningen som nå er lov pålagt til å gjøre. Eksempelvis

Nordea Privat Banking kvalifiserer alle kunder til "ikke – profesjonelle" kunder så opparbeider kunden seg etter kundekartlegging. Negativet med dette er det arbeidet det påfører rådgiverne i det enkelte arbeidsplassene. Det er mer tidkrevende å få en ny kunde enn tidligere fordi det må anskaffes en behovsanalyse av kundens kunnskapsnivå. Videre er det slik at hvis kunden ønsker å endre kategori skjer dette skriftlig også dette sendes til banken din og rådgiveren. Heretter foreligger det større endringer på klassifiseringsområdet enn tidligere.

Fokus bank har vært ute og advart kundene¹⁴ sine imot mer omfattende prosess enn tidligere. Det blir flere spørsmål enn det kunden tidligere en vant med og dette utføres for å sikre oss bedre at kunden ved handel i finansielle instrumenter får det produktet eller tjenesten som passer kunden, samt en korrekt rådgivning. Fokus bank har gått ut med kataloger med informasjon til bestående kunder om de forskjellige beskrivelser av verdipapirfond. Denne katalogen inneholder informasjon til kunder om egenskaper og risiko knyttet til finansielle instrumenter. Dette er en katalog kunden kan ta vare på og ha som et nyttig oppslagsverk. Det er anbefalt at kunden å lese gjennom de aktuelle instrumentene. Det er en av de innstillingene som Fokus bank har gjort for å gjennomføre MiFID.

3.2.3 Strukturerte produkter:

En av de sentrale forandringene på finansielle området har MiFID hatt for de strukturerte produktene. Finansiell rådgivning har vært gjenstand for mye kritikk de siste årene¹⁵. Media har satt søkelyset på flere oppsiktsvekkende eksempler, en del av arbeiderne i bankene og Acta Kapitalforvaltning er uetiske og inkompetente. Dette er noe MiFID

¹⁴ www.fokus.no/nb-no/Privat/sparingoginvestering/Avtaler-og-vilkaar/Pages/Sporsmaal-og-svar-om-MiFID.aspx#

¹⁵ Tidsskrifter fra Idunn.no – nr. 04 – 2007.

har tatt for seg av ved å innføre tester¹⁶ for rådgivere som skal kvalitets sikre at rådgiverne er kompetente. Forbrukerne flest har hatt liten glede av sparingen, ettersom sannsynligheten for å få positiv avkastning på slike produkter er svært liten. Salg av strukturerte spareprodukter har gitt en eventyrlig inntjenning til banker og finans institusjoner.

Konklusjonene er at strukturerte spareprodukter gjennomgående er dårlig butikk for kundene, men fantastisk lønnsomt for banken og finans institusjoner.

Da det tidligere også ble gitt en del lånefinansiering for å benytte seg av disse spareproduktene så sier det vel alt om hvor fornuftig det er for kunden, men under juridiske språk drakten så kunne ikke kunden oppdage fadesen før det er for sent. Strukturerte produkter har tydelig minsket etter den nye verdipapirhandlloven.

MiFID har også bidratt til å øke tilliten hos den enkelte kunde ved å kreve en mer aktsom opptrede ved investeringsrådgivning fra banker og finans med nytt regelverk. Tidligere har investeringsrådgivningen vært underlagt både lovverk, forskrifter og bransjenormer¹⁷. Det er kritikere som mener at Norge ikke hadde behov for MiFID reglementet. Det ble spekulert i om problemet lå i at regelverket ikke var godt nok dekkende eller om institusjonene rett og slett ikke hadde kapasitet til å følge regelverket nærmere. Dette har vel vist seg en klar forbedring og innskjerpelse på finansiell rådgivningen som viser klar forbedring når både dokumentasjonskravet er økt investorbeskyttelse og i tillegg har det blitt større krav til rådgiverne om å autorisere seg.

Autorisasjonskravet er ikke et krav som følger av MiFID men heller vært et element til å gjennomføre ordningen fordi det lenge lå i kortene å gjennomføre dette før MiFID kom på banen.

¹⁶ Autorisasjons ordning - AFR

¹⁷ God forretningskikk

I samfunnsperspektiv er det oppsiktsvekkende at banker og finansinstitusjoner i stor skala har markedsført spareprodukter som om de har stor oppside, mens reelle sannsynligheten for å få positiv avkastning er liten. Det er direkte alarmerende at selgerne i bank og finans i tillegg oppfordrer til lånefinansiering av produktene, slik at tapet er så godt som garantert. I tillegg har så har næringen ikke forstått at handlingen kan føre til tap av tilliten, som med tiden vil kunne vise seg på finansinstitusjonenes bunnlinje.

Kundene kan oppleve problemer med å forstå hva rådgivningen innebærer fordi den bærer preg av matematiske formeler og juridisk språkdrakt. Informasjonen må på best mulig måte være enkelt for kunden å forstå, noe som innebærer at språket ved rådgivningen må ikke virke missledende for kunden. Dette viser nemlig at det er kostnadskrevende å drive investeringsrådgivning derfor har for eksempel banker som Sparebanken Øst gitt fra seg konsesjonen om å drive spareprodukts rådgivning. MiFID-direktivet skal gi økt investorbeskyttelse ved å innføre sikkerhetsmessige rutiner men på den andre siden av forranget er det nemlig viktig at finansinstitusjonene tjener noe.

Konklusjon: MiFID-direktivet har vært en stor fordel for kundene i investeringsbransjen. De har fått mye større grad av investorbeskyttelse enn tidligere. Det loves å gi bedre oppfølging og informasjon til kunden. Store deler av hensynet bak MiFID er utviklet til fordel for kunden. Det skal etter gjeldende rett være tryggere for kunden å investere og ha større garanti for å få hensiktsmessig råd. Det eneste negative som kundene kan oppleve som negativt er flere spørsmål en tidligere på møter og en lengre prosess enn før selve utføringen av investering kommer på plass. Kundene har etter MiFID flere valgmuligheter som gir samme sikkerhet i hele Europa. Kunden kan altså finne de samme betingelsene overalt. Videre er det flere seriøse

aktører å finne på grunn av konsesjonsbelagt rådgivning og mindre sjanser for å bli lurt av bransjen. Godene kundene og finansinstitusjonene yter skriver jeg mer om i del fem.

Direktivet har medført beskyttelse for banken fra klientene. Det er ikke lenger mulig å komme gjennom med å si at et produkt de har investert i ikke var hensiktsmessig for dem. Nå foreligger det dokumentasjon i alle felt som kunden har samtykket til og fått rådgivning om. Ved denne behovsanalysen som gjøres mer detaljert nå enn tidligere gir investeringsrådgiverne større forståelse av produkter som passer for kunden og kan tilby i samsvar med det. Det blir et resultat av hensiktsmessighetstesten¹⁸ og behovsanalysen¹⁹ samt kundeklassifisering. Dette er også med på å bygge tilliten hos den enkelte kunde.

3.3 Samfunnet

3.3.1 Internasjonaliseringen:

Eu – reglene har ført til en internasjonalisering av investeringsrådgivningen nettopp fordi man nå kan tilby rådgivning på tvers av landegrensene. Ved en konsesjon til å drive innen lands har du også konsesjon til å drive i alle Eu land. Formålet med MiFID har vært å harmonisere regelverket og rådgivningen. Dette fører til lik retningslinjer for alle rådgivere med lik kvalitet på rådgivningen. Det blir slik mindre forskjeller for kundene å forholde seg til nemlig lik kvalitet, rådgivning og prioritering for kundene. Heretter også investorbeskyttelse som alle finansinstitusjoner må forholde seg til.

¹⁸ Vphl. § 10-11 femte ledd

¹⁹ Vphl. § 10-11 fjerde ledd

3.3.2 Økonomisk belastning for Norge²⁰:

Lovforslaget er i hovedsak en klargjøring og skjerpelse av loven som var formulert før 1. november 2007. Forslaget har vist seg at finanstilsynet har fått enkelte nye oppgaver. Det har også stilt større krav til Finanstilsynets kompetanse og kapasitet, særlig i den fasen aktørene tilpasser seg de nye rammebetingelsene. Eksempelvis ansettelse av flere med økonomi bakgrunn som sammen med juristene kan arbeide målrettet mot å kvalifisere produkter og konsesjoner. Dessuten har markedet, media og andre aktører hatt behov for informasjon om regler i forbindelse med implementeringen og praktiseringen av nytt regelverk.

3.3.2.1 Økonomiske og administrative konsekvenser for det offentlige:

Departementet antok at forslaget kun i beskjeden grad vil medføre økt ressursbruk for det offentlige. Nærmere regler om hvilke opplysninger søknad etter børsloven § 35 og verdipapirregisterloven § 5-3 skal inneholde og de nærmere kriterier for skjønnsutøvelse antas å bidra til effektivisering av saksbehandlingen. Behovet for økt ressursbruk vil både avhenge av søknadsmengden og av de ressurser som en forsvarlig behandling av den enkelte sak vil kreve. Forslaget om opphevelse av eierbegrensinger i oppgjørssentraler antas å redusere ressursbruken noe i forhold til i dag da det ikke lenger vil være nødvendig å vurdere dispensasjoner fra hovedregelen om eierskapstak på 20 prosent. Departementet ønsket ikke at den økte ressursbruken vil være av en slik størrelsesorden at det ville få budsjettmessige konsekvenser. Det er vanskelig å summere utfallet fordi det fortsatt arbeides i det offentlige for å gjennomføre direktivet.

²⁰ Ot.prp.nr.80 (200-2001)

3.3.2.2 Økonomiske og administrative konsekvenser for private aktører:

For infrastrukturforetakene synes konsekvensen å være begrenset, da lovforslaget ikke pålegger disse vesentlig endrede rammevilkår.

Heller ikke for eierne har forslaget medført umiddelbare konsekvenser for eierskapet. Forslaget er i samsvar med dagens dispensasjonspraksis for børser og verdipapirregistre, jf. børsloven § 35 første ledd siste punktum og verdipapirregisterloven § 5-3 første ledd siste punktum. Slik sett har ikke endringsforslaget medført krav til endringer av eksisterende eierforhold før dispensasjonstiden utløper. Dertil kommer at eier med eierandel under 20 prosent i børs eller verdipapirregister har videreført sitt eierskap på varig basis i medhold av forslaget til verdipapirregisterloven § 5-3 første ledd og børsloven § 35 første ledd. Unntaket i de samme lovbestemmelsenes tredje ledd medførte dessuten at særskilte grupper foretak etter søknad kunne kjøpe seg opp over 20 prosent i børs og verdipapirregister, forutsatt at det ble gitt tillatelse fra departementet.

4 Endringene Norske foretak har foretatt

4.1 Nordea's gjennomføring av MiFID:

Nordea har en samleseksjon på sine nettsider, kaldt *Informasjon om investorbeskyttelse (MiFID)*. Her kan man blant annet finne dokumenter med forretningsvilkår, kundeklassifisering og policy ved interessekonflikter. I tillegg er det gitt klar og enkel informasjon om hva loven omfatter og hva dette betyr for kunden.

Når det gjelder å innhente riktig informasjon for å tilpasse produktet etter kundens behov og ønsker bruker Nordea å innhente informasjon om kunder gjennom sitt elektroniske rådgivningsverktøy, *Nordea Financial Planning Tool* (Nordea FPT), som all rådgivning baseres på. Dette er et verktøy som kartlegger kundens økonomi og innhenter opplysninger i henhold til regelverket, samtidig som kunden får anledning til å bekrefte opplysninger. Bruk av NFPT er et krav ved ordeutførelse og rådgivning, og Nordea benytter derfor ikke noe papirskjema. Det eksisterer imidlertid et backupskjema som skal benyttes dersom det elektroniske systemet er nede. Nordea Privat Banking bruker noe tilsvarende som heter PB Tool, som er godt egnet for å innhente informasjon om kunden.

Nordea Privat Banking begynte å tilrettelegge for MiFID på et tidelig stadige og derfor kommet godt ut ved gjennomføringen av den. Nordea har på sikt sett at reglementet vil gjøre visse endringer for banken som de med forhåndsregler har inntrekket seg etter. Herunder har Nordea en complaints team som aktivt jobber for å informere medarbeiderne muntlig og skriftlig med henvisninger til reglementet. De arbeider også med å utvikle programmer for å gjøre det enklere for investeringsrådgiverne å utføre oppgaver i henhold til MiFID. Videre har «ARF» vært med på å bevisstgjøre investeringsrådgiverne på normer og moraletiske reglene. Det samsvarer i stor grad med normen om god forretningsskikk. " ARF" er en autorisasjons ordning for alle investeringsrådgiverne. Denne autorisasjonsordningen regnes som et utslag av MiFID, fordi på denne måten kunne investeringsrådgiverne i banken bli kvalifiserte rådgivere og har også et godt utgangspunkt til å følge reglene om investorbeskyttelse i større grad. Det har seg også slik at de erfarne rådgiverne som ikke har bestått denne testen innen 1. april 2011 ikke lenger kan gå på kundemøter uten en autorisert rådgiver er med.

På kundemøter informerer rådgiverne kunden om MiFID og de eventuelle flere spørsmålene det vil medføre for kunden å få. De foretar en hensiktsmessighetstest og egnethetstest, noe som ikke ble gjort tidligere.

På den praktiske fronten har Nordea Privat Banking innarbeidet systemer som ikke kan avsluttes uten å legge inn salg i et produkt og svart på de spørsmålene som er bevis på at produktet er tilregnelig for kunden.

Nordeas Privat Banking har på sine interne sider utviklet ”policy om interessekonflikt”, som er ei plattform som hjelper rådgiverne for å forholde seg til situasjoner ved interessekonflikt²¹. Den gir retningslinjer om hvordan man skal forholde seg til kunden og hvordan en overordnet leder skal vasles i slike situasjoner.

Regelverket for investeringsrådgivning er svært omfattende og detaljert, og det er forståelig at det kan være krevende for bransjer å tilpasse dette litt avhengig av tidligere situasjon. Det er videre kan begreper og nye krav å forholde seg til som ser til å være en utfordring for de fleste aktørene.

4.1.1.1 Oppklaring av felles regler for egnethetstest og hensiktsmessighetstesten:

Jeg har lagt merke til etter å ha hatt rådgiversamtaler at noen sliter med å skille mellom egnethetstest og hensiktsmessighetstesten, derfor vil jeg utrede dette nærmere da dette er en sentral del ved endringene etter direktivets innføring og medfører stor ansvar for finansinstitusjonen hvis det ikke foretas riktig.

²¹ Vphl. § 10-10 første ledd

Hovedforskjellen mellom testene er omfanget av de opplysninger som skal innhentes fra kunden og deretter vurderes.

Hensiktmessighetstesten krever færre opplysninger enn egnethetstesten. En annen viktig forskjell er muligheten for å gjøre unntak fra testkravene. Verdipapirforetakene vil i visse tilfeller være unntatt fra kravet om å utføre hensiktmessighetstesten. Dette gjelder særlig for tjenester knyttet til rene utførelsestransaksjoner, jfr. MiFID art 19 nr. 6. Et tilsvarende unntak finnes ikke egnethetstesten.

Dersom foretaket finner at tjenesten ikke er hensiktsmessig for kunden skal kunden advares mot tjenesten. Det samme gjelder hvis foretaket ikke får tilskrekkelige opplysninger fra kunden til å foreta testen. Imidlertid kan verdipapirforetaket likevel yte tjenesten, som ikke anses som hensiktsmessig, dersom kunden ønsker tjenesten tross advarselen. En tilsvarende regel gjelder ikke for egnethetstesten da foretaket aldri kan gi investeringsråd som ikke er egnede, til tross for advarsler, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 35 nr. 5. Verdipapirforetakene kan ikke oppfordre en kunde eller en potensiell kunde til ikke å gi de opplysninger som kreves, for å kunne utføre angjeldende to typer tester, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 37 nr. 2. Dette ville i så fall være en lett måte for verdipapirforetakene å unngå testene på. Testene vil medføre en del ekstra arbeid for verdipapirforetakene, men dette vil nok spesielt gjelde tekniske utfordringer for verdipapirforetaket i sin helhet og ikke stor tidsressursbruk fra meglernes side. Dersom verdipapirforetakene først klarer å etablere og anvende gode tekniske løsninger i forhold til testene vil testene effektivt bli utført. Når det gjelder innhenting av informasjon til å utføre testene er verdipapirforetakene avhengig av å få opplysninger blant annet fra kunden eller den potensielle kunden. Verdipapirforetakene er her berettiget til å legge til grunn opplysninger gitt av kunden eller den potensielle kunden med mindre det vet eller burde vite at de aktuelle opplysningene tydeligvis er foreldet, unøyaktige eller ufullstendige

(“unless it is aware or ought to be aware that the information is manifestly out of date, inaccurate or incomplete”), jfr.

Gjennomføringsdirektivets art. 37 nr. 3. Problemstillingen som her reiser seg er hvor streng aktsomhetsplikt som ligger i disse skjønnsmessige kravene. Verken MiFID eller Gjennomføringsdirektivet gir noe svar på dette. Reelle hensyn tilsier at aktsomhetskravet i hvert fall ikke er oppfylt dersom verdipapirforetaket unnlater å lese dokumenter hvor det fremkommer at de gitte opplysningene er foreldet.

Verdipapirforetaket burde ha visst at opplysningene var foreldet og kunne således ikke legge kundens opplysninger til grunn i vurderingen som måtte foretas. Det foreligger ingen bestemmelser verken i MiFID eller Gjennomføringsdirektivet som oppstiller krav til når verdipapirforetakene må oppdatere de nevnte opplysninger fra kunden. Det er således opp til verdipapirforetakenes eget skjønn å avgjøre hvor ofte dette må gjøres. Vurderingen vil avhenge av kundens individuelle forhold, type produkt og tjeneste. Hyppigheten av oppdateringen vil derfor kunne variere fra kunde til kunde. Dersom testene skal oppfylle sine formål må verdipapirforetakene jevnlig oppdatere de aktuelle opplysninger. I praksis bør foretakene utarbeide rutiner slik at oppdateringen skjer med faste mellomrom, i tillegg til den oppdateringen som må gjøres når det foreligger åpenbart unøyaktig, ufullstendig eller utdatert informasjon som verdipapirforetaket ikke er berettiget til å legge til grunn, jfr. Gjennomføringsdirektivet art. 37 nr. 3. Foretaket må kunne dokumentere at det har innhentet nødvendig dokumentasjon fra hver enkelt kunde. Dokumentasjonen må oppbevares i minst fem år, jfr. Gjennomføringsdirektivets art. 51 nr. 1 første ledd. Overgangsreglene som følger av MiFID innebærer at hensiktsmessighetstesten ikke vil måtte utføres ovenfor eksisterende kunder, så lenge kunden ikke benytter seg av nye tjenester eller påbegynner handel med nye produkter, jfr. Gjennomføringsdirektivets fortale nr. 59. Tilsvarende overgangregler gjelder ikke for

egnethetstesten. Således vil foretaket også ovenfor eksisterende kunder måtte foreta en vurdering av kunden i tilknytning til investeringsrådgivning og aktiv forvaltning. Opplysningskravet og vurderingene vil imidlertid i praksis bli noe mindre omfattende ovenfor eksisterende kunder enn ovenfor nye kunder idet det kan forutsettes at opplysninger om kundens kunnskap og erfaring knyttet til transaksjoner utført av verdipapirforetaket er kjent.

5 Analyse

5.1 Foreligger de tilsiktede virkningene av MiFID?

I denne delen av oppgaven skal jeg vurdere om de tilsiktede virkningene og konsekvensene har funnet sted. Ut i fra Ot.prp.34 og pressemeldinger har det blitt antatt hvilket rolle MiFID-direktivet kommer til å spille for institusjonene, kundene og bankene.

MiFID har som formål å *øke konkurransen* mellom verdipapirforetakene, ikke bare i Norge men over hele Europa. Dette kan sees på som både en negativ og positiv konsekvens av MiFID. Den økte konkurransen i Europa kan føre til at finansinstitusjonene blir tvunget til å prestere bedre og rette større fokus på å bevare kundens tillit herunder bevare kundens interesser. Den negative siden ved MiFID kan sees på som at de mindre aktørene i markedet har fått problemer med å overleve. Videre har kunden større valgmuligheter, og de har også muligheten til å handle tvers av landegrensene. I tillegg foreligger det flere markedsplasser og løsere binding mellom utsteder og børs.

Tidligere var det flere useriøse aktører som lokket kundene inn til investerings møter og gav rådgivning som ikke var konsesjonsbelagt. Nå må alle aktørene ha godkjent konsesjon for å drive rådgivning og dette har endt i at alle aktørene har samme utgangspunkt for å drive

rådgivning. Konesesjonsbelagt rådgivning tilsier at utfallet er økt konkurranse.

Direktivets krav til å etablere og anvende en ordreutførelsespolitikk ville gjøre det enklere for kundene å sammenligne tjenestene de ulike verdipapirforetakene har å tilby, og til hvilke vilkår. Dette ville bidra til å *øke konkurransen mellom verdipapirforetakene*. Kunden ville få et bedre informasjonsgrunnlag en tidligere, slik at kunden kunne velge det verdipapirforetak som tilbyr den tjenesten som best passer til kundens behov og ønsker.

Felles lovgivning i medlemslandene er med på å øke konkurransen mellom verdipapirforetakene, dette konkluderes fordi det vil bli enklere for kunden å gå til et hvilket som helst verdipapirforetak uten å bekymre seg for å være mindre beskyttet i et annet medlemsland enn i sitt hjemland. MiFID sikrer kunden den samme beskyttelsen ved å innføre et felles regelverk på verdipapirirområdet i alle medlemslandene. Det er med på å øke konkurransen i markedet mellom verdipapirforetakene, ved at det blir en lavere terskel for kunden å kunne gå til andre verdipapirforetak i Europa. Dette fordi kunden vet at den samme beskyttelsen vil gjøre seg gjeldende i et annet medlemsland som i sitt hjemland. Det blir således enklere for kunden å kjenne til sine rettigheter i gjeldende rett, da hvert medlemsland tidligere hadde sine egne investorbeskyttelsesregler hvor variasjonene var store.

Direktivet etablerer et regime hvor et mangfold av handelsplasser gjør det mulig å konkurrere om kundeflyten ("*client order-flow*"), da verdipapirforetakene vil være pliktig til å vurdere alle tilgjengelige handelssystemer. Dette åpner opp for at det er enklere for en handelsplass å etablere seg blant andre attraktive handelsplasser og samtidig få innpass hos verdipapirforetakene. Det er likevel velkjent at det er vanskelig for handelsplasser å tiltrekke seg nye attraktive

selskaper, selv om det kan bevise at det kan tilby bedre service enn konkurrenten. *Konkurransen mellom handelsplassene* kan være med på å presse kostnadene ved transaksjonene ned og bidra til større effektivitet i det europeiske verdipapirmarkedet. Dette er noe usikkert å bekrefte omkostnadene har blitt mindre, fordi markedssituasjonen og finanskrisen er med på regulere prisene. Om noen år vil det sannsynligvis være mulig å lage en statistikk på dette.

MiFID har ført til at store ressurser har blitt brukt innen EU, hos nasjonale myndigheter og hos de ulike aktørene i verdipapirmarkedet de siste årene. Dermed er det blitt spekulert i om gevinstene ved MiFID er verdt prisen. Fra enkelte har det blitt hevdet at MiFID i hovedsak bare vil medføre mer byråkrati uten nevneverdige fordeler²². Nå har MiFID vært i kraft i fire år og man kan så vidt begynne å se konsekvensene. De umiddelbare konsekvensene er økt markedsplasskonkurranse og bedre tilrettelegging av investortjenester over landegrensene samtidig som investorbeskyttelsen ivaretas. I tillegg har finanskrisen gjort det vanskelig å identifisere hvilke utviklingstrekk som skyldes regulatoriske forhold, og hvilke som skyldes de ekstraordinære markedsforholdene. Dette viser også Finansklagenemndas saker som senere skal se på.

Investorene nyter mest sannsynlig godt av MiFID på grunn av den elementære investorbeskyttelsen som følger av MiFID. Kunden har i dag mer å velge mellom i hele Europa og konkurransen i markedet vil medføre presumptivt lavere priser og bedre kvalitet.

For norske *verdipapirforetak* er konkurransen større enn før. MiFID har lagt til rette for at "de store blir større", siden slike foretak har naturlig fortrinn i forhold til å utnytte adgang til å slutte flere handler internt.

²² TFF 2008 -3 Gjennomføring av MiFID i norsk rett.

Videre er det slik at høye tilpasningskostnader er en relativ konkurransefordel for de større foretakene, sammenlignet med mindre foretak. Når det gjelder *de regulerte markedene*, må det antas at MiFID vil få store konsekvenser. Det er et sentralt formål med MiFID å legge til rette for økt konkurranse mellom regulerte markeder og andre former for markedsplassvirksomhet. Svekket informasjonsmonopol, økt markedsadgang og krav om beste utførelse er sentra stikkord for konsekvensene. Konsekvens av økt konkurranse skaper også muligheter for mindre markedsplasser med høy grad av spesialisering.

De sist nevnte trekkene har vist deg å foreligge gjennom oppgavens fremstilling. Investorene kan nyte godt av MiFID er vist seg å være tilfelle, selv om kundene kan finne den grundige undersøkelsen og private spørsmål litt uvandt når man er vandt til og ikke få personlige spørsmål om økonomi og bakgrunn.

MiFIDs sentrale formål er å legge til rette for et mer harmonisert verdipapirmarked i Europa, slik at bedringer og næringsliv skal kunne benytte hele europeiske finansmarked ved innhenting av kapital. Det gjenstår imidlertid store utfordringer i arbeidet med å skape et slik velfungerende marked. I et slikt perspektiv er neppe MiFID det siste vi ser av regulatoriske initiativ fra EU.

Finansinstitusjonene må fortsette å følge direktivet på best mulig måte og fortsette å gjøre de nødvendige tiltak som trengs. Videre er det viktig i fremtiden å utvikle programmer som hurtig kan gjennomføre prosessen med egenhetstesten, hensiktsmessighetstesten og opptak av samtaler med kunden.

Det foregår flere prosesser som på sikt vil kunne legge til rette for en mer global markedsplass for omsetning av finansielle instrumenter, her står blant annet finansmarkedsdialogen mellom EU og USA sentralt.

Gjensidige anerkjennelse av det regulatoriske rammeverket for børser og verdipapirforetak i USA og EU står på agendaen. Disse prosessene vil på sikt kunne få vesentlige konsekvenser for effektiviteten i det europeiske og det norske verdipapirmarkedet.

5.1.1 Tidskrevende:

Det er påvist at det tar lengre tid å bli ny kunde og hver gang du handler nytt produkt vil det da lengre tid for at institusjonene må sikre seg at kunden har forstått produktet og den risikoen/muligheten det innebærer. Videre er det tidskrevende etter lovens forstand å foreta hensiktsmessighetstest/ egnethetstest som eventuelle finansinstitusjonene bruker for at kunden har tilskrekkelig kunnskap og erfaring for å forstå risikoen knyttet til aktuelt finansielt instrument. Loven kaller denne forsikringen "hensiktsmessighetstest" etter forskriftens § 10-17.

5.1.2 Finanstilsynet:

Implementeringen av MiFID har medført at Finanstilsynet må gjennomføre tilsyn for transaksjonsrapportering av alle aktører som tilbyr finansielle instrumenter. Videre har Finanstilsynet mer arbeid med grensekryssende tilsyn fordi konsesjonen blir gitt tvers på landegrensene i følge MiFID. Under tilsyns arbeid må de behandle nye konsesjoner og revurdere om de gamle konsesjonene er i samsvar med gjeldende rett.

5.1.3 "Langsom død"²³:

Det som er blitt kaldt den langsomme død i mediene har vist seg å gi konsekvenser, herunder negative konsekvenser. Etter gjennomføringen av MiFID må selv den minste småspareren gjennom en omfattende runde med klassifisering av kunnskapsnivå, formålene med investeringen og risikoprofil. Alt må dokumenteres med både papirer og lydopptak. Eksempelvis kan det nevnes Sparebanken Øst som tidelig tok konsekvensene av de nye og omfattende kravene: Da MiFID – reglene ble innført leverte banken inn konsesjonen for å drive salg av spareprodukter til privatpersoner.

Det som var en bekymring den gang var at flere måtte gjøre det som dem. De har ikke mulighet til å opprette alle lydopptakene, papirene og elendigheten som følger med selv den minste kunden, sier banken og mener denne delen av bransjen kan lide en langsom død. Dette har ikke vist seg i så stor grad, utenom det eksempelet med Sparebanken Øst. Dette er et godt poeng og dermed kan trekke den konklusjonen at mindre kapitalsterke kunder eller ulønnsomme kunder vil forsvinne fra banen og det vil kun gjenstå kunder med store andeler å investere. Det samme gir utslag til finansinstitusjoner som ikke har mulighet til å utføre dette med hver enkel kunde fordi det medfører store resursmessige tiltak de ikke har råd til. De som har gitt fra seg eller mistet konsesjonen har MiFID fungert til sin hensikt altså hensikten om å kvalifisere finansinstitusjoner for å sikre investorene.

²³ Dagens Næringsliv artikkel, 03.11.2010.

5.2 Endringene resonnert ut i fra Finansklagenemndas saker før og etter MiFID

5.2.1 Finansklagenemndas resultat før og etter MiFID:

Finansklagenemnda er forbrukerens klagenemnd i bank-, finans – og verdipapirfond saker. Nemnda er etablert av Finansnæringens Hovedorganisasjon, Sparebankforeningen i Norge, Finansieringsselskapenes Forening, Verdipapirfondenes Forening og Forbrukerrådet, og finansieres også av disse.

Formålet med Finansklagenemnda er å gi forbrukerne et sted å henvende seg med klage mot en forretningsbank, sparebank, finansieringsselskap, kredittforetak, fondsforvaltningsselskap eller utenlandsk kreditt- eller finansinstitusjon som tilbyr tilsvarende tjenester til forbrukere i Norge. Nemnda skal ikke være forbrukernes advokat, men søke å opptre som et tvisteløsningsorgan.

Nemnda har behandlet flere saker som gjelder økonomisk rådgivning. Flere ganger har finansinstitusjoner blitt rutinert, lagt om og justert, som følger av avgjørelser i Finansklagenemnda.

Nemndas resultater viser ikke store endringer i klagepågangen før eller etter MiFID. Rundt finanskrisen kom også klagen på grunn av tap i markedet og da er det flere som gjør sitt krav gjeldende. MiFID ble implementert i 2007, på denne tiden var situasjonen i markedet meget rystet så det er vanskelig å se på utviklingstrekkene for forskjellene før og etter MiFID. Men vi ser en klar forskjell i avgjørelsene. MiFID har gjort jobben enklere for tvisteløsningsorganet. Det reelle forholdet er i større grad dokumentert og dette medfører at det er enklere å dokumentere det aktuelle forholdet for klagen. Dokumentasjonen er faktisk den beste muligheten for finansinstitusjonen å vinne sakene mot seg. Tidligere var det ”ord mot ord” for det meste i slike klagesaker

som medførte bevisavklarings problemer. Etter gjeldende rett er alt fra kundes samtykke til risiko, informasjon som er gitt til kunden og hele prosessen dokumentert. Her foreligger det bevis for å vise at finansinstitusjonen har opptrådt aktsomt i den aktuelle sak. MiFID har som hovedformål å øke investorbeskyttelse men her viser det seg at det er institusjonene herunder rådgiverne godt beskyttet for ubemerkede uttalelser mot dem. Dette har ikke vært nevnt som tilsiktede formål i forarbeidene ser ut som å ha en meget viktig virkning av MiFID.

Jeg har sett på noen av klagen til Finansklagenemnda nettopp fordi det ikke foreligger så mange dommer på dette. Finansklagenemnda vurderer om rådgivningen som er gitt er, *tilrådelig eller utilrådelig* for kunden som har investert. Det legges til grunn hvor lang tid kunden har hatt til å områ seg om produktet før de har investert. Det²⁴ vi ser en rød tråd om er at det er veldig mange eldre mennesker som er rundt 70-80 år som klager på investeringene. Det er også flere finansforetak som får medhold enn kunder, nettopp fordi at dokumentasjonen legges større vekt. Videre legges det til grunn om rådgivningen som er gitt ikke har vært villedende for kunden. Det finnes noen eksempler på saker mot Acta ASA som viser at rådgivning har vært villedende for kunden²⁵. Det er klart i mot formålet med MiFID-direktivet om å gi opplysninger til kunden som ikke stemmer med kundens behov og ønsker, ikke minst for at kunden skal kunne forstå de matematiske formler og språket i juridisk språkdrakt.

5.2.2 Konklusjon:

Det er vanskelig å se på utviklingstrekkene etter MiFID-direktivet i klagegangen på grunn av finanskrisen som fant sted i nesten samme

²⁴ Finansklagenemndas publiserte saker – www.finkn.no

²⁵ Finansklagenemndas uttalelse 2010-128

tidsrom som MiFID ble implementert og tiden etterpå som bærer preg av finanskrisen. Det viser seg at kunder klager mer når de taper penger og dette har en kombinasjon med hvordan det går med markedet. Så det er vanskelig å si om utviklingen skylder MiFIDs implementering eller finanskrisen.

Vurderingen av Finansklagenemndas uttalelser viser klart at det har vært en positiv konsekvens for dem at direktivet ble innført. MiFID-direktivet har på den ene siden ført til mer tidskrevende arbeid på enkelte områder. På den andre siden har det blitt enklere for Bankklagenemnda og domstole å dømme på grunn av det detaljerte dokumentasjons krav, istedenfor ord imot ord som sakens bevisvurdering mellom partene.

5.3 Finansinstitusjonenes situasjon etter gjeldende rett (verdipapirhandelloven 2007 og MiFID-direktivet):

Finanstilsynet har foretatt seg flere omfattende undersøkelser av bankenes salg av finansielle instrumenter. Finanstilsynet har foretatt en undersøkelse av perioden 2009 og første halvåret av 2010. ca 29 banker ble undersøkt. Og undersøkelsen viser viktige resultater for å se virkningen av MiFID. Undersøkelsen viser at bankene i den aktuelle perioden ikke solgte kompliserte spareprodukter eller tilbød lån til spareprodukter. Dette er et av de sentrale formålene MiFID har hatt ønske om å bekjempe med hensynet om økt investorbeskyttelse. Finanstilsynet mener at bransjen har fremdeles et forbedringspotensial når det gjelder salg av rimelige fondsprodukter som indeksfond og rentefond. Videre foreligger de områdene bankene har forbedret seg på, her har det blitt tatt ut tre positive utviklingstrekk ved bankenes salg av spareprodukter.

- slutt på lånefinansiering: finanstillsynets undersøkelse viser at bankene ikke har anbefalt direkte lånefinansiering av det aktuelle spareproduktet.
- Fravær av kompliserte spareprodukter: hovedinntrykket er at utvalget av spareprodukter kjennetegnes av fravær av kompliserte spareprodukter, noe som lovet godt for opprettholdelse av kundes tillit.
- Eiendomsinvesteringen; som tidligere var kjent som høye kostnader og lav likviditet. Hos de fleste banker i Norge var rådgiverens avlønning produktnøytral. Noe som vil si rådgiverens avlønning avhengig av hvilke type produkter som ble solgt. Det viser igjen økt investorbeskyttelse og der er herved større sjansen for at kunden tjener på dette som banken gjør.

Det er noen områder finanstillsynet mener at bankene har fremdels forbedringspotensial²⁶. Det er tre forskjellige områdene som tilsynet tar videre til arbeid.

- Det ene er lite utvalgt/salg av *rimelige* fond. Slik finanstillsynet ser der, gjør ikke bankene nok for å selge fond med lave kostnader. Mange sparere vil være tjent med indeksfond og obligasjonsfond som en del av sin portefølje. Finanstillsynet erkjenner at det har vært liten etterspørsel etter dette fra kundene, men bankene bør anstrenge seg mer for å tilby slike produkter.
- Sikre dokumentasjon for utført rådgivning; Undersøkelsen viser at bankene fremdeles har et stykke igjen før de som bransje samlet kan sies å være i stand til å dokumentere god rådgivning. Dette går inn under MiFID formål for å sikre en oppriktig investering for kunden. De fleste finansinstitusjonene har lyktes i å oppnå god kvalitet på sin rådgivningsprosess. Hovedinntrykket er imidlertid at banken i liten grad har materiale som kan dokumentere og uttrykke hvorfor det aktuelle produkt er tilbudt denne konkrete kunden. Det er i liten grad mulig ut i

²⁶ Finanstillsynet.no

fra dokumentasjon og forså begrunnelsen for det investeringsråd som kunden har fått. Dette er et problem som finansinstitusjonene må jobbe med for å utvikle slik jeg har nevnt tidligere.

Interessekonflikter mellom krav til god likviditetsstyring og slag av renteinstrumenter:

Det eksisterer en interessekonflikt mellom bankenes ønske om høy innskuddsdekning for å møte krav om god likviditetsstyring og kundenes eventuelle behov for renteprodukter i sin portefølje. Finanstilsynet forutsetter at aktørene er bevisst denne interessekonflikten og håndterer denne til beste for kunden.

6 Hvordan best mulig å unngå ulempene ved MiFID

6.1 Elektronisk rådgivning:

Etter å ha sett på de positive og negative endringene som MiFID har medført. På veien videre kan et forslag være å utvikle elektronisk rådgivning. En elektronisk rådgivning som ivaretar de mindre kapitalsterke kundene. Vi har sett at Sparebanken Øst gav fra seg konsesjonen fordi det ble for dyrt å drive rådgivning etter MiFID og dette medfører institusjonene har større fokus på store kunder som gir fortjeneste begge sider av investeringsbenken. Med tanke på dette hadde det vært en ide å utvikle et system for kunder som ikke investerer store summer. Her er det muligheter å bygge system som gjennomfører hensiktsmessighetstesten og egnethetstesten. Systemet kan kartlegge kundens økonomiske situasjon, behov og ønsker, deretter gir noen forslag på produkter som kan være egnet for dem. Videre må alt informasjon foreligge om produktene, godkjenning av MiFID, klager og frister.

Dette kan være et supplement til rådgivning og samtidig ha rådgiver som man eventuelt kan bli fulgt opp av eller ta kontakt ved selve utføringen av plasseringen. Dette er noe som hver finansinstitusjon må utvikle på egne produkter i tilfelle slik at vi opprettholder konkurransen i markedet.

Flere av investeringsrådgiverne som dette forslaget har blitt satt foran er positive og åpne for en slik utvikling. Finansinstitusjonene jobber stadig med å utvikle elektroniske systemer for og best mulig å tilrettelegge for gjennomføringen av de nye kravene etter MiFID. System som gjennomfører testene på enklere måte enn i dag.

6.1.1 Er det etter gjeldende rett lov å utføre elektronisk rådgivning?

Elektronisk informasjons formidling kjennetegnes ved at informasjonene er lagret i elektronisk form, behandles ved hjelp av EDB (elektronisk databehandling) og overføres online over åpen nett. Som hovedregel vil elektronisk tjenester også være interaktive. Det innebærer at mottakeren selv ved hjelp av søkesystemer eller menyvalg, finner frem til og laster ned informasjonen.

Hvis mottakeren betaler vederlag for bruken av elektroniske informasjonstjenester som kan være tilfelle ved investeringsrådgivning. I dette tilfelle vil det foreligge kontraktsforhold mellom mottakeren av informasjon og den som produserer tjenestens innhold.

Det sondres mellom tre ulike tre hovedtyper av elektronisk informasjonstjenester; aktivtjenester, aktualitetstjenester og automatiserte rådgivningstjenester. Det siste er av interesse for oss. I stedet for at mottakeren har personlig kontakt med en rådgiver kan han ved hjelp av menyer og standardiserte spørsmål finne frem til svaret han ønsker, typisk i form av manuskript forfattet av en person med

kompetanse på området. I vår sak vil dette typisk kunne være en finansiellrådgiver.

Rådgivning som gis automatisk kan oppfattes som villedende som kan medføre ansvar som er viktig å ta i betraktning. Tjenester som gis ved automatisert rådgivningstjenester kan innholde villendene informasjon som innebærer ansvarsgrunnlag. Hva som er gjeldende rett her kan ikke fastslås med stor grad av sikkerhet fordi det finnes svært få autoritative rettskilde på dette området, og liten rettspraksis. Elektronisk rådgivning vil være typisk masseytelser, informasjonen tilbys et stort antall brukere, og tjenestene behandler store mengder med informasjon. Det er store muligheter for at feil kan oppstå og at enkelt feil opplysning kan medføre villedning av mange brukere. Dette åpner drøftelse av erstatningsansvaret som jeg ikke skal behandle i avhandlingen, men som hovedregel skal erstatningsansvaret dekke bare de tap som er tilskrekkelig påregnelig og nære følger av feilen (adekvate).

Videre menes det også at produktansvar kan med tungveiende argumenter tolkes utvidende til å gjelde elektronisk informasjon²⁷. Se også lov om produktansvar av 1988. Andre alternativer er kan være tilsikringsansvaret som blant annet er lovfestet i kjl. § 40 (3) ledd. ”Kontrollansvaret” kan likedan nevnes her som kan påberopes ved en slik tjeneste.

Det er meget interessant at rettstillingen på dette området er preget av uklarheter og fravær av rettspraksis som kan være gjenstand for videre utredning. De profesjonelle aktørene som for eksempel rådgivere som tilbyr elektronisk investeringsrådgivning er ikke beskyttet mot uklarheten og uforutsigbarheten med hensyn til ansvaret. For

²⁷ [www. Jusnytt.no](http://www.Jusnytt.no)

finansaktørene er slike tjenester tidsbesparende men verre for forbrukerne fordi det er svært vanskelig for mottaker å nå gjennom med et slikt erstatningsansvar for tap som skyldes villedning. Dette medfører at forbrukernes rettsstilling på dette området er svak.

Da jeg nå trekker dette opp mot hensynet som MiFID legger til grunn er det lite anvendelig for investeringsrådgivning vil jeg mene fordi hensynet bak MiFID er å innføre større investorbeskyttelse. Det eneste som nå gjenstår og kan fungere elektronisk er de overnevnte testene, hensiktmessighetstesten og egnethetstesten.

Litteraturliste

Lover

Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79

Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75

EU - lovgivning

Direktiv 2004/39/EC av 21. april om markeder for finansielle instrumenter (MiFID)

Avtale om det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS-avtalen) av 2. mai 1992

Investment Services Directive 93/22/EEC av 10. mai 1993 om investeringstjenester

Kommisjonens direktiv 2006/39/EF av 10. august 2006 om gjennomførelse av Europa-Parlamentet- og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår de organisatoriske krav til og betingelsene for drift av investeringsselskaper samt definisjoner av begreper medhenblikk på nevnte direktiv (Gjennomføringsdirektivet)

TFF 2008 -3 Gjennomføring av MiFID i norsk rett

Forarbeider

Odelstingsproposisjoner:

Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)

Norges offentlige utredninger:

NOU 2006: 3 Om markeder for finansielle instrumenter

Bøker

Bechmann (2002) Bechmann, Tor *Verdipapirhandelloven*

Komentarutgave,

Tor Bechmann, Knut Bergo, Jan Bjørnsen, Per

Anders Sæhle og Kjersti Tøgard Trøbråten, Oslo 2002

Bergo (2004) Bergo, Knut, *Børs - og verdipapirrett*, Oslo 2004

Boe (1996) Boe, Erik, *Innføring i juss. Juridisk tenkning og rettskildelære*, Oslo 1996

Fleischer (1998) Fleischer, Carl August, *Rettskilder og juridisk metode*, Oslo 1998

Sejersted (2005) Sejersted, Fredrik. *EØS - rett*. Fredrik Sejersted ...
[et al.]. 2. utg. Oslo, 2005.

EuroRett nr 19 2002. Utgitt desember 2002. (EUR-2002-19-5)

Lov kommentar av Andre Michaelsen L29.06.2007 nr. 75.

Artikler/ enkeltstående nettdokumenter:

Dagens Næringsliv artikkel, 03.11.2010

Kredittilsynet, Erfaringer og utfordringer

Norges Fondsmeglerforbund, Høringsuttalelse NOU 2006: 3 Om markeder for finansielle instrumenter (gjennomføring av MiFID og Transparency direktivet) av 29. mai 2006

Juss nytt:

[http://www.jusnytt.no/index.php?option=com_content&view=article&catid=2:fagartikler
&id=65:elektronisk-informasjonsansvar&Itemid=3&lang=en](http://www.jusnytt.no/index.php?option=com_content&view=article&catid=2:fagartikler&id=65:elektronisk-informasjonsansvar&Itemid=3&lang=en)

Finansklagenemndas publiserte saker – www.finkn.no

Finansklagenemndas uttalelse 2010-128

www.fokus.no/nb-no/Privat/sparingoginnvestering/Avtaler-og-vilkaar/Pages/Sporsmaal-og-svar-om-MiFID.aspx#

www.nfmf.no Etiske normer for medlemmer av Norges Fondsmeglerforbund § 1-1